

Landgericht München I

Az.: 5 HK O 18925/08

Verkündet am 28.3.2014

Urkundsbeamter der Geschäftsstelle



In dem Spruchverfahren



gegen

wegen Barabfindung



erlässt das Landgericht München I, 5. Kammer für Handelssachen, durch Vorsitzenden Richter am Landgericht

nach mündlicher Verhandlung vom 4.2.2010 und vom 21.11.2013 am 28.3.2014 folgenden

B e s c h l u s s :

- I. Die von der Antragsgegnerin an die ehemaligen Aktionäre der Knürr AG zu leistende Barabfindung wird sowohl für die Stamm- als auch für die Vorzugsaktien auf € 83,84 festgesetzt. Der Betrag ist vom 16.10.2008 bis einschließlich 31.8.2009 mit 2 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz und ab dem 1.9.2009 mit 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz unter Berücksichtigung geleisteter Zahlungen zu verzinsen.
- II. Die Antragsgegnerin trägt die Kosten des Verfahrens einschließlich der außergerichtlichen Kosten der Antragsteller.
- III. Der Geschäftswert für das Verfahren erster Instanz sowie der Wert für die von der Antragsgegnerin an die Gemeinsame Vertreterin der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten ehemaligen Aktionäre zu erstattenden Kosten wird auf € 566.220,72 festgesetzt.



Gründe:

A.

1. a. Die Hauptversammlung der Knürr AG (im Folgenden auch: die Gesellschaft) – einem weltweit tätigen Unternehmen, das namentlich In- und Outdoor-Gehäusesysteme für Telekommunikation, Elektronik und Computerequipment sowie Technische Raumausstattung entwickelt, produziert, integriert und vertreibt und dessen Grundkapital von € 12,1 Mio. je zur Hälfte in 236.500 Stamm- und 236.500 stimmrechtslose Vorzugsaktien aufgeteilt war, fasste am 22.06.2006 den Beschluss, die Aktien der Minderheitsaktionäre gegen Gewährung einer Barabfindung in Höhe von € 82,-- je auf den Inhaber lautende Stammaktie und von € 55,-- je auf den Inhaber lautende stimmrechtslose Vorzugsaktien zu übertragen. Dies entsprach bei beiden Aktienkategorien dem Preis, zu dem die Antragsgegnerin im Zuge eines öffentlichen Kaufangebots Aktien Anfang 2006 erworben hatte.

Die Satzung der Knürr AG (Anlage AG 1) enthielt in § 17 folgende Regelungen:

„§ 17 Gewinnverwendung

- (1) Aus dem Bilanzgewinn erhalten – soweit Vorzugsaktien ausgegeben werden – zunächst die Vorzugsaktionäre je nennwertlose Vorzugsaktie einen Gewinnanteil von Euro 1,28. Reicht der Bilanzgewinn nicht aus zur Zahlung des Vorzugsbetrages, so ist aus dem Bilanzgewinn des nächsten Jahres zunächst der Rückstand ohne Zinsen nachzuzahlen und sodann der volle Vorzugsbetrag dieses Jahres auf die nennwertlosen Vorzugsaktien zu verteilen.



Bei rückständigen Vorzugsbeträgen mehrerer Jahre sind aus dem Bilanzgewinn zunächst die Rückstände in der Reihenfolge ihrer Entstehung und sodann der Vorzugsbetrag dieses Jahres auszuzahlen.

- (2) Aus dem nach der Verwendung gem. Abs. 1 verbleibenden Bilanzgewinn erhalten die Stammaktionäre je nennwertlose Stammaktie einen Gewinnanteil von bis zu Euro 0,77, soweit nicht die Hauptversammlung diesen Teil des Bilanzgewinnes im Gewinnverwendungsbeschluß von der Ausschüttung ausschließt.
- (3) Der nach der Verwendung gemäß Abs. 1 und Absatz 2 verbleibende Bilanzgewinn wird auf die Stamm- und Vorzugsaktionäre je Aktie gleichmäßig verteilt, soweit nicht die Hauptversammlung diesen Teil des Bilanzgewinnes im Gewinnverwendungsbeschluß von der Ausschüttung ausschließt."

In den Jahren von 2000 bis einschließlich 2005 waren infolge von Verlusten der Gesellschaft Nachzahlungen für die stimmrechtslosen Vorzugsaktien in Höhe von € 7,68 je Vorzugsaktie aufgelaufen. Im Geschäftsjahr 2006 hatte sich das Konzernergebnis mit ca. € 5 Mio. gegen dem Vorjahresergebnis von rund € 1,5 Mio. mehr als verdreifacht; eine Dividende zahlte die Knürr AG für das Geschäftsjahr 2006 nicht aus.

Am 10.2.2006 veröffentlichte die Gesellschaft eine Ad hoc-Mitteilung über das bei ihr eingegangene Squeeze out-Verlangen der Antragsgegnerin. In einem Zeitraum von drei Monaten vor diesem Zeitpunkt betrug der vom Finanzdatenanbieter ermittelte Kurs für die Stammaktien der Gesellschaft € 76,30 und für die stimmrechtslosen Vorzugsaktien € 53,25. Am 23.12.2005 hatte es bereits eine Ad hoc-Mitteilung gegeben, wonach 94,9 % der Aktien hielt. Nach beiden Mitteilungen war ein Anstieg der Börsenkurse zu verzeichnen, der nach der ersten Meldung vom 23.12.2005 noch stärker ausfiel. Einen weiteren starken Anstieg gab es am 2.2.2006, als die Antragsgegnerin ihr Übernahmeangebot veröffentlichte.



- b. Im Vorfeld der Hauptversammlung vom 22.6.2006 erstattete die Antragsgegnerin unter dem 28.4.2006 den auf § 327 c Abs. 2 Satz 1 AktG gestützten Bericht (Anlage AG 3), in dem eine gutachterliche Stellungnahme der

vollständig wiedergegeben wurde. ermittelte in Anwendung der Ertragsmethode mit einer die Jahre 2006 bis 2009 umfassenden Detailplanungsphase unter Ansatz eines Basiszinssatzes von 4 % vor Steuern, eines in Anwendung des (Tax-)CAPM ermittelten Nachsteuer-Risikozuschlages zwischen 14,4 % im Jahr 2009 und auf 9,7 % in der Ewigen Rente abfallend sowie eines Wachstumsabschlags in der Ewigen Rente von 1 % einen Ertragswert zum 31.12.2005 von € 21,03 Mio., zu dem ein Wertbeitrag aus steuerlichen Verlustvorträgen zum selben Stichtag von € 6,2 Mio. hinzuaddiert wurde. Unter Aufzinsung auf den Bewertungsstichtag ergab sich danach ein Unternehmenswert von € 29,359 Mio.. Angesichts der Umsatzdifferenzen von 35 % zwischen Stamm- und Vorzugsaktien leitete daraus einen Wert pro Stammaktie von € 74,37 und von € 49,78 je Vorzugsaktie ab.

Die vom Landgericht München I mit Beschluss vom 10.3.2006, Az. 5HK O 4562/06 bestellte Abfindungsprüferin gelangte in ihrem Prüfungsbericht vom 3.5.2006 (Anlage AG 4) zu dem Ergebnis, die von der Antragsgegnerin als Hauptaktionärin festgelegte Barabfindung stelle sich als angemessen dar.

Hinsichtlich der weiteren Einzelheiten der Unternehmensbewertungen wird in vollem Umfang auf den Bericht der Hauptaktionärin (Anlage AG 3) sowie den Prüfungsbericht der (Anlage AG 4) Bezug genommen.

- c. Der Beschluss über den Squeeze out wurde am 9.10.2008 in das Handelsregister des Amtsgerichts Landshut eingetragen und am 15.10.2008 im elektronischen Bundesanzeiger bekannt gemacht. Im Zeitpunkt der



Eintragung dieses Beschlusses in das Handelsregister waren alle Antragsteller Aktionäre der Knürr AG.

2. Zur Begründung ihrer spätestens am 15.1.2009 zumindest per Telefax beim Landgericht München I eingegangenen Anträge machen die Antragsteller im Wesentlichen geltend, die festgelegten Barabfindungsbeträge seien unangemessen.
 - a. Dies zeige sich bereits an einer fehlerhaften Planung. Die Maßgeblichkeit der zugrunde gelegten Planzahlen scheitere bereits an der Erstellung einer Planung für interne Zwecke und einer anderen speziell für den Squeeze out entwickelten Planung, deren Geeignetheit zudem schon wegen der fehlenden Planungstreue in den Jahren 2003 bis 2005 sowie deren Fortschreibung im Jahr 2007 verneint werden müsse. Zudem werde die Plausibilisierung der Ergebnisplanung anhand der Ergebnisse der Vergangenheit und des Jahres 2006 durch die Darstellung der Ertragslage auf Grundlage des Gesamtkostenverfahrens und den Wechsel auf das Umsatzkostenprinzip erschwert oder unmöglich gemacht. Angesichts des Zeitpunkts des Hauptversammlungsbeschlusses bereits Mitte des Jahres 2006 müsse die Detailplanungsphase mindestens bis 2011 oder 2012 verlängert werden.

Die Planung selbst verkenne die Positionierung der Gesellschaft als weltweit führender Entwickler, Hersteller und Vertreiber von Systemkomponenten und Elektronik sowie technischer Module. Die Umsatzprognosen seien angesichts einer Wachstumsprognose von 10 % am Weltmarkt insgesamt zu pessimistisch. Ebenso könne die Verschlechterung der Rohertragsmarge ab 2008 angesichts des zunächst unter dem Umsatzwachstum liegenden Anstiegs der Rohstoffpreise nicht nachvollzogen werden. Dem geplanten Umsatzrückgang in den Jahren 2009 und nachfolgend im Terminal Value fehle vor allem auch wegen eines nicht parallel dazu sinkenden Material- und Personalaufwands die Plausibilität. Der Ansatz einer jährlichen



durchschnittlichen Reinvestitionsrate in Höhe des Abschreibungsniveaus des letzten Planjahres stelle sich als überhöht dar, weil gerade das Beispiel Computer die mit Investitionen verbundenen Produktivitätssteigerungen bei gleichen Kosten belege. Die mangelnde Plausibilität der Planung zeige sich auch an dem im Vergleich zu den in der Angebotsunterlage für das freiwillige Übernahmeangebot beschriebenen Werten schlechteren EBIT-Zahlen; auch liege das tatsächlich erwirtschaftete EBIT im Jahr 2006 um 14 % und im Jahr 2007 um 10 % über den Planansätzen. Ebenso fehle die Darstellung einer detaillierten Behandlung der Genussrechte; eine normale Fremdkapitalfinanzierung oder Mezzanine-Programme seien normalerweise vorteilhafter.

Der Ansatz persönlicher Ertragsteuern müsse angesichts der Unangemessenheit für Kleinanleger und ausländische Aktionäre zwingend unterbleiben.

Unplausibel seien die Prognosen von Umsatz, EBIT und EBIT-Marge in der Ewigen Rente angesichts des Rückgangs gegenüber dem letzten Planjahr 2009.

- b. Der Kapitalisierungszinssatz sei deutlich zu hoch angesetzt. Beim Basiszinssatz müsse angesichts der Wiederanlagemöglichkeit nur zum Stichtag der tagesaktuelle Zinssatz bzw. die aktuelle Rendite angesetzt werden. Der Ansatz eines Wertes von 4 % spreche für unzulässigerweise vorgenommene Rundungen. Der Ansatz eines Risikozuschlages müsse unterbleiben, weil Chancen und Risiken bereits bei der Ermittlung des Unternehmensertrages berücksichtigt seien. Jedenfalls aber stelle sich das (Tax-)CAPM zur Ermittlung des Risikozuschlages ungeeignet dar, wobei der Ansatz einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach persönlicher Einkommenssteuer deutlich überhöht sei. Das im Rahmen des (Tax-)CAPM zur Ermittlung der Marktrisikoprämie angewandte arithmetische Mittel sei in der herangezogenen Form jedenfalls ungeeignet für diese Zwecke; bei einem angemessenen Anlagehorizont komme es zu einer deutlichen Annä-



herung an die ohnehin zugrunde zu legenden Werte des geometrischen Mittels. Auch hätte zur Ermittlung des Risikozuschlages aus der Markttriskoprämie das unternehmenseigene Beta herangezogen werden müssen und nicht auf eine Peer Group abgestellt werden dürfen, deren Zusammensetzung als willkürlich bezeichnet werden müsse. Das Ausschüttungsverhalten der Peer Group Unternehmen unterscheide sich erheblich; zudem könne man ausländische Unternehmen nicht in eine Peer Group bei der Bewertung eines in Deutschland ansässigen Unternehmens einbeziehen. Der Wachstumsabschlag müsse angesichts der zu erwartenden Inflationsrate deutlich angehoben werden, weil es anderenfalls zu einer dauerhaften Schrumpfung des Unternehmens komme. Widersprüchlich sei der Ansatz der typisierten persönlichen Einkommenssteuer nur beim Basiszinssatz, nicht aber beim Risikozuschlag.

- c. Beim Ansatz einer 100%-igen Thesaurierung für die Jahre bis 2008 fehle angesichts der vorhandenen Verlustvorträge jede Aussage zu den Auswirkungen vor allem auf das Finanzergebnis. Die verbleibende durchgängige Ausschüttungsquote in der Ewigen Rente sei nicht geeignet, die künftige Entwicklung der Gesellschaft zu skizzieren, weil jede Ausschüttung zu Lasten des privaten Anteilseigners gehe, weshalb vor allem aus steuerlicher Sicht jede Ausschüttung tunlichst zu unterbleiben habe. Andererseits wird teilweise geltend gemacht, es dürfe entsprechende der Vollausschüttungshypothese gar keine Thesaurierung vorgenommen werden.
- d. Der Ansatz eines Wertbeitrages aus steuerlichen Verlustvorträgen von nur mehr € 6,2 Mio. bei einem Gesamtwert von € 62,2 Mio. könne nicht richtig ermittelt sein. Auch dürfe von der erzielten Steuerersparnis keine persönliche Einkommensteuer abgezogen werden. Die im Jahresabschluss zum 31.12.2005 ausgewiesenen liquiden Mittel müssten zumindest zum Teil als nicht betriebsnotwendiges Vermögen in die Bewertung einfließen, was auch für einen erheblichen Teil des gezeichneten Kapitals, der Kapitalrücklage und der Gewinnrücklage zu gelten habe. Bezüglich der Immobilien sei



unklar, welche betriebsnotwendig seien und welche nicht, zumal die Feuerversicherungswerte bereits deutlich über dem Firmenwert lägen. Weiterhin müsse ein Ansatz für den Wert der Marke „Knürr“ erfolgen.

- e. Die Unangemessenheit der Barabfindung zeige sich auch an der nicht erfolgten Berücksichtigung der Börsenkurse in einem Zeitraum von 3 Monaten vor der Hauptversammlung; der durchschnittliche Börsenkurs zum Stichtag am 22.6.2006 habe deutlich über dem Barabfindungsangebot gelegen. Auch lasse sich eine Marktengpass nicht bejahen. Unangemessen sei zudem die Differenzierung zwischen Stamm- und Vorzugsaktien.

Weiterhin hätten sowohl der Liquidations- als auch der Substanzwert der Knürr AG ermittelt werden müssen. Weder aus dem Übertragungs- noch aus dem Prüfungsbericht lasse sich mit hinreichender Deutlichkeit entsprechende Überlegungen dazu entnehmen.

Auch gebe es einen Anspruch der Antragsteller auf Vorlage der Arbeitspapiere der beteiligten Wirtschaftsprüfer sowie sämtlicher als Grundlage für die Bewertung herangezogener Unterlagen.

3. Die Antragsgegnerin beantragt demgegenüber die Zurückweisung der Anträge angesichts der Angemessenheit der festgesetzten Barabfindung.
 - a. Die Ermittlung des Ertragswerts der Knürr AG beruhe auf der unternehmenseigenen Planung der Gesellschaft, die bewertungstechnisch um ein Jahr verlängert worden sei angesichts der erstmals in diesem Jahr 2009 erwarteten Netto-Ausschüttung. Dabei bedürfe es keiner Verlängerung der Detailplanungsphase bis 2011 oder gar 2012 angesichts der Abnahme der Prognosesicherheit in einer ferneren Zukunft. In der Vergangenheit weise die Planung sowohl beim EBIT als auch der operativen Marge eine hohe Planungstreue auf. Die Marktpositionierung, Entwicklungspotenziale und Innovationskraft der Gesellschaft seien in die getroffenen Planannahmen



mit einem Wachstum des Umsatzes im Geschäftsjahr 2006 sowie von 8,8 bzw. 7,9 % in den beiden Folgejahren hinreichend eingeflossen. Die Planung berücksichtige die zum Stichtag hinreichend konkretisierten Synergien branchenübergreifender Vertriebsaktivitäten mit Gesellschaften des -Konzerns aus der Nutzung von dessen Vertriebskanälen in den USA sowie der Nutzung der innovativen Server- und IT-Schrankensysteme. Eine Wachstumsrate von 10 % für den weltweiten Markt integrierter Gehäuse- und Systemkomponenten könne angesichts der prognostizierten Entwicklung im europäischen und deutschen Markt als Hauptabsatzgebiete für das Gebäude- und Systemkomponentengeschäft mit deutlich geringeren Wachstumsprognosen in diesen Märkten im Vergleich zum Weltmarkt nicht pauschal unterstellt werden. Der leichte Umsatzrückgang für 2009 resultiere aus dem erwarteten Wettbewerbsdruck in den innovativen Produktfeldern des Knürr-Konzerns. Die prognostizierte Abkühlung der Konjunktur im IT- und Telekommunikationsumfeld führe zu einem Rückgang des Betriebsergebnisses; durch negative Fixkosteneffekte, zunehmend weniger Spielraum für Effizienzverbesserungen und steigenden Preiswettbewerb komme es zu einer Belastung der nachhaltigen Ergebnismarge.

Angesichts des ab dem Planjahr 2009 erwarteten abnehmenden Wachstums und dem späteren Eintritt eines Rückgangs resultiere die niedrigere Rohertragsmarge im Vergleich zum Vorjahr aus der weiterhin schwierigen Situation auf den Beschaffungsmärkten. Die angesetzte Reinvestitionsrate im Terminal Value gewährleiste die Erhaltung der zum Ende des Detailplanungszeitraums geplanten Anlagensubstanz. Die Verschlechterung der Planannahmen für das EBIT in den Jahren 2006 und 2007 beruhe auf den stark gestiegenen Rohstoffkosten für Aluminium als Folge des Auslaufens bestehender Lieferkontrakte sowie auf neuen Erkenntnissen bezüglich der Erweiterungsinvestitionen in der Tschechischen Republik sowie zusätzliche Personalverlagerungen in Niedriglohnländer, woraus nach einem Absinken des EBIT in den Jahren 2006 und 2007 ein Anstieg im Jahr 2008 im Vergleich zum Übernahmeangebot zu verzeichnen gewesen sei. In der



Ewigen Rente dagegen bleibe das relative Verhältnis von Umsatzerlösen und Aufwendungen konstant. Der Rückgang von Umsatz, EBIT und EBIT-Marge in der Ewigen Rente im Vergleich zum letzten Planjahr beruhe auf einer für die Ewige Rente sachgerechten Durchschnittsbildung, die der zyklische Charakter des Geschäfts der Knürr AG erfordere.

Nicht zu korrigieren seien die Ausschüttungs- und Thesaurierungsannahmen, wobei in den ersten drei Planjahren bis einschließlich 2008 eine Ausschüttungssperre bestehe. Der Ansatz einer Ausschüttungsquote von 31,5% für das letzte Planjahr des Detailplanungszeitraums und in der Ewigen Rente entspreche der empirischen Ausschüttungsquote einer Peer Group. Eine Vollausschüttung könne nicht erfolgen. Die Rüge der Behandlung der unverzinslichen Genussrechte als Eigenkapital sei nicht begründet; angesichts der Unverzinslichkeit habe die Einordnung als Eigenkapital in der Handelsbilanz wie auch im Rahmen der Unternehmensbewertung keine Auswirkungen auf das Finanzergebnis. Eine Kündigung führe demgegenüber zu einer Erhöhung des Verschuldensgrades mit der Folge eines höheren Beta-Faktors und daraus resultierend eines niedrigeren Ertragswerts.

- b. Keiner Korrektur bedürfe der Kapitalisierungszinssatz. Dies gelte zunächst für die sachgerecht erfolgte Ableitung des Basiszinssatzes über die aktuelle Zinsstrukturkurve. Nicht ausschlaggebend sei dabei die zum Stichtag erzielbare Rendite. Das (Tax-)CAPM ermittle zutreffend den zwingend anzusetzenden Risikozuschlag auf der Grundlage einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern. Angesichts der Ableitung von Kapitalisierungszinssätzen für einjährige Perioden müsse die Kalkulation des arithmetischen Mittels gleichfalls auf der Basis von Ein-Jahres-Renditen abgebildet werden. Der unverschuldete Beta-Faktor der Gesellschaft resultiere aus einer sachgerecht ausgewählten Peer Group, wobei der unverschuldete Beta-Faktor entsprechend der Kapitalstruktur der Knürr AG angepasst worden sei, woraus sich nach einem Wert von 2,61 im Jahre 2006 sodann auf 1,76 in der Ewigen Rente sinkende Beta-Faktoren ergäben. Der origi-



näre Beta-Faktor scheidet angesichts der geringen Marktkapitalisierung, des geringen Streubesitzes sowie des äußerst geringen Handelsvolumens aus. Eine Reduktion des Risikos aufgrund der Konzerneinbindung könne nicht angenommen werden. Der Wachstumsabschlag müsse nicht erhöht werden, weil neben dem inflations- bzw. mengenbedingten Wachstum auch das thesaurierungsbedingte Wachstum berücksichtigt werden müsse.

- c. Der Wertbeitrag aus steuerlichen Verlustvorträgen in Höhe von insgesamt € 62,2 Mio. sei mit einem Wert von € 6,2 Mio. zum 31.12.2005 zutreffend ermittelt worden; entscheidend seien die daraus abzuleitenden Vorteile in Form von Steuerersparnissen, nicht aber die Höhe des Verlustvortrages insgesamt. Der Abzug persönlicher Ertragsteuern sei in diesem Zusammenhang ebenso sachgerecht erfolgt wie bei der Unternehmensbewertung insgesamt.

Die Knürr AG verfüge über keinerlei nichtbetriebsnotwendiges Vermögen. Die im Jahresabschluss zum 31.12.2005 ausgewiesenen liquiden Mittel benötige die Gesellschaft zur Sicherstellung ihrer Zahlungsfähigkeit. Angesichts der Eigenkapitalausstattung der Gesellschaft nach Bilanzverlusten in den Jahren 2003 bis 2005 sei auch das gezeichnete Kapital zwingend betriebsnotwendiges Vermögen. Eine Aktivierung des Körperschaftsteuerguthabens sei angesichts der gesetzlichen Regelungen zum Stichtag nicht zulässig gewesen.

- d. Der gewichtete durchschnittliche Börsenkurs im maßgeblichen Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Squeeze out-Absicht liege unterhalb der festgelegten Barabfindung für die Stamm- sowie die Vorzugsaktien. Zudem fehle ihm wegen einer vorhandenen Marktmenge ohnehin die Relevanz. Eine Differenzierung zwischen den Vorzugs- und den Stammaktien sei auf der Grundlage der unterschiedlichen Börsenkurse sachgerecht



erfolgt, wobei dies auch dann gelte, wenn die Börsenkurse nicht als Wertuntergrenze heranzuziehen seien.

Der Liquidationswert könne gleichfalls nicht herangezogen werden, weil er unter dem ermittelten Unternehmenswert liege, was auch in beiden Berichten dargestellt sei. Daher könne auch der Feuerversicherungswert der Immobilien keine Rolle spielen. Dem Substanzwert komme keine eigenständige Bedeutung zu.

- e. Hinsichtlich der Antragsteller zu 21), zu 49), zu 50), zu 60) und zu 67) fehle bereits an hinreichend konkreten Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation, weil es in den Antragsschriften an einer konkreten Auseinandersetzung mit den im Übertragungs- sowie im Prüfungsbericht enthaltenen Informationen fehle. Dies führe zur Unzulässigkeit dieser Anträge.

- 4. a. Das Gericht hat mit Beschluss vom 21.7.2009 (Bl. 203 d.A.)

zur Gemeinsamen Vertreterin der nicht selbst als Antragsteller am Verfahren beteiligten Aktionäre bestellt. Mit Verfügung vom selben Tag (Bl. 204 d.A.) hat der Vorsitzende die Bekanntmachung dieser Bestellung im elektronischen Bundesanzeiger veranlasst. Die Gemeinsame Vertreterin greift wesentliche Argumente der Antragsteller zum Wechsel vom Umsatzprinzip auf das Gesamtkostenverfahren, zur Dauer des Planungszeitraumes, zum Erfordernis einer Reduktion der Abschreibungshöhe in der Ewigen Rente sowie zum Ausschüttungsverhalten auf. Ebenso hält sie den Kapitalisierungszinssatz in weiten Teile für nicht nachvollziehbar ermittelt und eine Aufteilung des Unternehmenswertes in unterschiedlicher Höhe auf Vorzugs- und Stammaktien für nicht gerechtfertigt. Der Referenzzeitraum für den Börsenkurs ende erst am Tag der Hauptversammlung.



- b. In der mündlichen Verhandlung vom 4.2.2010 hat das Gericht die Wirtschaftsprüfer _____ von der gerichtlich bestellten Abfindungsprüferin mündlich angehört. Ferner hat das Gericht Beweis erhoben gemäß Beweisbeschluss vom 21.4.2011 (Bl. 389/393 d.A.) durch Einholung eines schriftlichen Gutachtens des _____ sowie gemäß Beschluss vom 6.6.2013 (Bl. 637/639 d.A.) durch Einholung eines schriftlichen Ergänzungsgutachtens. Im Termin zur mündlichen Verhandlung vom 21.11.2013 hat das Gericht mit entsprechendem Beschluss (Bl. 700 d.A.) den Gutachtensauftrag auf _____ erweitert. Ferner hat das Gericht die Sachverständigen zur Erläuterung der Gutachten gemäß Beschluss vom 6.6.2013 (Bl. 637/639 d.A.) mündlich angehört. Hinsichtlich des Ergebnisses der Anhörung der Abfindungsprüfer sowie der Beweisaufnahme wird Bezug genommen auf das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 4.2.2010 (Bl. 301/320 d.A.), auf die zum Gegenstand der mündlichen Verhandlung gemachten Gutachten der Sachverständigen _____ vom 15.2.2013 (Bl. 476/614 d.A.) und vom 30.9.2013 (Bl. 653/672 d.A.) sowie das Protokoll der mündlichen Verhandlung vom 21.11.2013 (Bl. 692/711 d.A.).
5. Zur Ergänzung des wechselseitigen Vorbringens der Beteiligten wird Bezug genommen auf die gewechselten Schriftsätze samt Anlagen sowie die Protokolle der mündlichen Verhandlung vom 4.2.2010 (Bl. 301/320 d.A.) und vom 21.11.2013 (Bl. 692/711 d.A.).

**B.**

Die Anträge auf Festsetzung einer höheren Barabfindung sind zulässig und begründet. Die angemessene Barabfindung war auf € 83,84 sowohl für die Stamm- als auch für die Vorzugsaktien festzusetzen; zudem war eine entsprechende Verzinsung entsprechend den jeweiligen gesetzlichen Vorgaben auszusprechen.

I.

Die Anträge sind zulässig.

1. Alle Antragsteller sind antragsbefugt im Sinne des § 3 Satz 1 Nr. 2 SpruchG, weil sie im Zeitpunkt der Eintragung des Squeeze out-Beschlusses in das Handelsregister am 9.10.2008 Aktionäre der Knürr AG waren. Die Antragsgegnerin hat den entsprechenden Vortrag aller Antragsteller entweder von vornherein nicht bestritten oder mit Schriftsatz vom 27.12.2012 (Bl. 216/233 d.A.) unstreitig gestellt; mithin gilt der entsprechende Vortrag aller Antragsteller hierzu gemäß §§ 8 Abs. 3 SpruchG, 138 Abs. 3 ZPO als zugestanden.
2. Die Anträge wurden jeweils fristgerecht gemäß § 4 Abs. 1 Nr. 3 SpruchG beim zuständigen Landgericht München I eingereicht, also innerhalb einer Frist von drei Monaten ab Bekanntmachung der Eintragung des Übertragungsbeschlusses. Diese erfolgte am 15.10.2008, weshalb die Frist am 15.1.2009 endete. An diesem Tag gingen ausweislich der Gerichtsakte alle Anträge zumindest per Telefax und damit fristwährend ein.



1. Innerhalb der Frist des § 4 Abs. 1 SpruchG haben alle Antragsteller auch hinreichend konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit der Kompensation erhoben, weshalb die Voraussetzungen von § 4 Abs. 2 Satz 2 Nr. 4 Satz 1 SpruchG erfüllt sind.
 - a. Aufgrund dieser Vorschrift sind konkrete Einwendungen gegen die Angemessenheit nach § 1 SpruchG oder gegebenenfalls gegen den als Grundlage für die Kompensation ermittelten Unternehmenswert in die Antragsbegründung aufzunehmen. Die Anforderungen an die Konkretisierungslast dürfen nicht überspannt werden.

Für die Konkretisierung der Mindestanforderungen ist zunächst auf die vom Gesetzgeber beabsichtigte Funktion der Vorschrift abzustellen, die Überprüfung der Angemessenheit der Kompensation und der hierfür maßgeblichen Unternehmensbewertung im Wesentlichen auf die von den einzelnen Antragstellern vorzubringenden Rügen zu beschränken (vgl. nur Büchel NZG 2003, 793, 795). Allerdings darf hierbei nicht vernachlässigt werden, dass der Gesetzgeber es bewusst unterlassen hat, das Spruchverfahren vollständig aus der amtswegigen Prüfung zu lösen und in das Verfahren der ZPO zu überführen (kritisch hierzu Puzkajler ZIP 2003, 518, 520). Durch die Begründungspflicht sollen bloße pauschale und schemenhafte Bewertungsrügen ausgeschlossen werden (vgl. Wasmann WM 2004, 819, 823; Lamb/Schluck-Amend DB 2003, 1259, 1262). Allerdings darf dies nicht zu überzogenen Anforderungen führen, da zugleich berücksichtigt werden muss, dass der Hauptaktionär bzw. die betroffene Gesellschaft im Unterschied zum einzelnen Aktionär über eine Vielzahl von Detailkenntnissen verfügt und die jeweiligen Unternehmens- und Prüfungsberichte erhebliche Unterschiede bezüglich ihrer Ausführlichkeit und Detailliertheit aufweisen können sowie teilweise ebenfalls recht allgemein gehaltene Ausführungen enthalten (vgl. Puzkajler ZIP 2003, 518, 520 f.; Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2026; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, 7. Aufl., Rdn. 7 f. zu § 4 SpruchG). Aus dem Gesetzeszweck sowie dem Erfordernis der Kon-



- kretheit der Einwendungen ist somit zu schließen, dass bloß pauschale Behauptungen oder formelhafte Wendungen ohne konkreten und nachvollziehbaren Bezug zu der zur gerichtlichen Überprüfung gestellten Kompensation und der ihr zu Grunde liegenden Unternehmensbewertung nicht als ausreichend angesehen werden können (vgl. BGH NZG 2012, 191, 194 = ZIP 2012, 266, 269 = WM 2012, 280, 283 = DB 2012, 281, 284; Hüffer, AktG, 10. Aufl., Anh. § 305 Rdn. 8 zu § 4 SpruchG). Zu fordern ist, dass die vorgebrachten Einwendungen sich auf solche Umstände oder Bewertungsparameter beziehen, die für die Bestimmung der angemessenen Kompensation für die im Streit stehende Strukturmaßnahme rechtlich von Relevanz sein können (vgl. OLG Frankfurt NZG 2006, 674 f.; 2007, 873 f.; LG München I Der Konzern 2010, 251, 252 f. = ZIP 2010, 1995, 1996; Beschluss vom 9.8.2013, Az. 5HK O 1275/12). Die Gegenansicht (vgl. KG NZG 2008, 469, 470 = AG 2008, 451 f.; AG 2012, 795, 796; Wittgens NZG 2007, 853, 855), wonach die Anforderungen an die Substantiiertheit einer Bewertungsrüge generell hoch seien, wird dem Wesen des Spruchverfahrens gerade auch mit Blick auf das Informationsgefälle zwischen dem von dem Squeeze out betroffenen Minderheitsaktionären und der Aktiengesellschaft bzw. deren Hauptaktionärin nicht gerecht.
- b. Diesen Anforderungen werden namentlich auch die Antragsschriften der Antragsteller zu 21), zu 49), zu 50), zu 60) und zu 67) gerecht. Ein Hinweis auf die aus deren Sicht zu bejahende Unangemessenheit der festgesetzten Marktrisikoprämie von 5,5 % wurde in allen Antragsschriften aufgeführt. Auch wiesen diese Antragsteller auf den mit 1 % als zu niedrig angenommenen Wachstumsabschlag mit Blick auf die zu erwartende höhere Inflationsrate hin. In gleicher Weise wurde bemängelt, dass der Börsenkurs nicht zutreffend festgelegt worden sei angesichts des aus ihrer Sicht maßgeblichen Stichtags der Hauptversammlung. Damit aber sind bereits Parameter der Bewertung aufgegriffen, die gegebenenfalls zu einer Änderung der Barabfindung führen können. Zudem haben – angenommen die Antragstellerin zu 60) – den Ansatz des Beta-Faktors als Teil



des(Tax-)CAPM als zu hoch gerügt und auf die Notwendigkeit hingewiesen, den unternehmenseigenen Beta-Faktor anzuwenden. Dann aber kann nicht von lediglich pauschalen Rügen ohne jeden Bezug zu der konkreten Gesellschaft gesprochen werden. Allein der Umstand, dass ähnliche Rügen in anderen Spruchverfahren von diesen Antragstellern eingewandt werden, führt nicht zur Bejahung einer unzulässigen Einwendung gegen die Angemessenheit der Kompensation. Anderenfalls würden die Anforderungen an eine zulässige Rüge unvertretbar übersteigert. Inwieweit diese Rügen eine Anpassung der Barabfindung rechtfertigen, ist eine Frage der Begründetheit.

II.

Die Anträge sind begründet, weil die angemessene Barabfindung auf jeweils € 83,84 für die Stammaktien wie auch für die Vorzugsaktien festgesetzt werden muss.

Aufgrund von § 327 b Abs. 1 Satz 1 AktG legt der Hauptaktionär die Höhe der Barabfindung fest; sie muss die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen. Die Barabfindung ist dann angemessen, wenn sie dem ausscheidenden Aktionär eine volle Entschädigung dafür verschafft, was seine Beteiligung an dem arbeitenden Unternehmen wert ist, die also den vollen Wert seiner Beteiligung entspricht. Zu ermitteln ist also der Grenzpreis, zu dem der außenstehende Aktionär ohne Nachteil aus der Gesellschaft ausscheiden kann (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848 f. = ZIP 2009, 2339, 2340; ZIP 2007, 375, 376; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; OLG Stuttgart ZIP 2010, 274, 276 = WM 2010, 654, 646; LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09, S. 18; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17096/11, S. 21).



1. Der Unternehmenswert der Gesellschaft wurde im Ausgangspunkt zutreffend unter Anwendung der Ertragswertmethode ermittelt. Danach bestimmt sich der Unternehmenswert primär nach dem Ertragswert des betriebsnotwendigen Vermögens; er wird ergänzt durch eine gesonderte Bewertung des nicht betriebsnotwendigen Vermögens, das regelmäßig mit dem Liquidationswert angesetzt wird.

Der Ertragswert eines Unternehmens wird dabei durch Diskontierung der den Unternehmenseignern künftig zufließenden finanziellen Überschüsse gewonnen, die aus den künftigen handelsrechtlichen Erfolgen abgeleitet werden. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass es einen exakten oder „wahren“ Unternehmenswert zum Stichtag nicht geben kann. Vielmehr kommt dem Gericht die Aufgabe zu, unter Anwendung anerkannter betriebswirtschaftlicher Methoden den Unternehmenswert als Grundlage der Abfindung im Wege der Schätzung nach § 287 Abs. 2 ZPO zu bestimmen (vgl. nur OLG München WM 2009, 1848, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; AG 2007, 287, 288; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 130; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514 = ZIP 2012, 124, 126; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189).

- a. Grundlage für die Ermittlung der künftigen Erträge ist die Planung für die Gesellschaft, die auf der Basis einer Vergangenheitsanalyse vorzunehmen ist und vorliegend auch vorgenommen wurde. Bei Anwendung des Ertragswertverfahrens sind die in die Zukunft gerichteten Planungen der Unternehmen und die darauf aufbauenden Prognosen ihrer Erträge allerdings nur eingeschränkt überprüfbar. Sie sind in erster Linie ein Ergebnis der jeweiligen unternehmerischen Entscheidung der für die Geschäftsführung verantwortlichen Personen. Diese Entscheidungen haben auf zutreffenden Informationen und daran orientierten, realistischen Annahmen aufzubauen; sie dürfen zudem nicht in sich widersprüchlich sein. Kann die Geschäftsführung auf dieser Grundlage vernünftigerweise annehmen, ihre Planung sei realistisch, darf diese Planung nicht durch andere - letztlich



ebenfalls nur vertretbare - Annahmen des Gerichts oder anderer Verfahrensbeteiligter ersetzt werden (vgl. OLG München BB 2007, 2395, 2397; OLG Stuttgart NZG 2007, 112, 114; AG 2006, 420, 425; 2007, 705, 706). Demzufolge kann eine Korrektur der Planung nur dann erfolgen, wenn diese nicht plausibel und unrealistisch ist (vgl. OLG München WM 2009, 1148, 1849 = ZIP 2009, 2339, 2340; OLG Frankfurt ZIP 2010, 729, 731; LG München I Der Konzern 2010, 188, 189 f.).

Unter Zugrundelegung dieses Prüfungsmaßstabs sind Änderungen der Planannahmen nicht gerechtfertigt.

- (1) Die Dauer der Detailplanungsphase von 2006 bis 2009 einschließlich kann nicht beanstandet werden. Eine feste Dauer dieser Phase I lässt sich nicht verallgemeinern, sondern ist insbesondere auch von den Gegebenheiten beim konkreten Unternehmen abhängig. Allerdings wird dabei üblicherweise von einem Zeitraum von drei bis fünf Jahren für die Detailplanungsphase ausgegangen. Vorliegend lag ausweislich der Angaben der Abfindungsprüfer im Termin ihrer Anhörung eine Planung für einen Zeitraum von drei Jahren vor, die dann aber bewertungstechnisch wegen der Besonderheiten der Knürr AG um ein Jahr verlängert werden musste. Ohne diese Abgleichung zur Anpassung hätten die Verlustvorträge aus der Vergangenheit in den Wert der Ewigen Rente einfließen müssen. Dies stünde indes nicht in Einklang mit dem auf einem eingeschwungenen Zustand basierenden Einsatz im Terminal Value.

Der Plausibilität der Planansätze im Allgemeinen kann nicht entgegengehalten werden, in der Vergangenheit habe es die Gesellschaft an der nötigen Planungstreue vermissen lassen. Im Rahmen seiner Planungsüberprüfung kam der gerichtlich bestellte Sachverständiger zu dem Ergebnis, dass die Planungstreue der Knürr AG in der Vergangenheit als relativ hoch anzusehen war. Unter Berücksichtigung der vorzunehmenden Bereinigungen lag das operative Er-



gebnis bei der jeweiligen Marge in den Jahren 2004 und 2005 im Ist mit den budgetierten Werten. Im Jahr 2003 lag die entsprechende Ist-Marge nur leicht oberhalb des geplanten Ergebnisses. Das unreinigte operative Ergebnis lag in den Jahren 2003 bis 2005 absolut und in der Marge jeweils unterhalb der geplanten Werte; lediglich die Umsatzerlöse, aus denen aber nicht auf die Jahresergebnisse geschlossen werden darf, nachdem Umsatz gerade nicht mit Ertrag gleichzusetzen ist, lagen leicht über den entsprechenden Planansätzen.

(2) Die einzelnen Planannahmen der Knürr AG bedürfen keiner Korrektur.

(a) Dies gilt zunächst für die Rüge, die Planung der Umsatzerlöse sei zu pessimistisch erfolgt, weil das Wachstum der Märkte und die gute Positionierung der Gesellschaft nicht hinreichend gewürdigt worden sei. hat in seiner Analyse der voraussichtlichen Marktentwicklung nach dem Stichtag der Hauptversammlung darauf hingewiesen, dass die optimistischen Marktstudien für den Weltmarkt integrierter Gehäuse- und Systemkomponenten für die Jahre 2003 bis 2010 zwar ein Wachstum von jährlich ca. 10 % prognostizierten. Indes hat er genauso deutlich herausgestellt, dass dieses Wachstum auf dem Weltmarkt gerade nicht auf die Knürr AG übertragen werden dürfe angesichts deren Tätigkeitsschwerpunkt auf den Absatzmärkten in Deutschland und Europa. Im Bereich der Datenübertragung und Netzwerkinfrastruktur lag nach Studie des European Information Technology Observatory die Wachstumsprognose für 2006 und 2007 bei 2,7 % bzw. 2,9 %; für Deutschland wurde im erstgenannten Marktbereich sogar eine noch niedrigere Wachstumsrate für 2005/2006 von 1,7 % und im zweitgenannten Marktsegment von 2004 bis 2009 von durchschnittlich 4,3 % p.a. vorhergesagt. Wenn dann die vom



Vorstand der Gesellschaft verabschiedete Planung für das Jahr 2006 von einem Umsatzwachstum von 10,6 % ausgeht und in den Folgejahren immer noch von 8,8 % für 2007 und 7,9 % für 2008 ansetzt, kann das nicht als unplausibel bezeichnet werden, weil hier nur die Entwicklung auf den Märkten relevant sein kann, in denen die Knürr AG präsent ist. Für diese beiden Märkte lag die Prognose bis zumindest 2008 über den Werten der Studien.

Ebenso wenig kann das Abflauen des Wachstums bis hin zum Rückgang im Jahr 2010 als nicht nachvollziehbar angesehen werden; es bedarf folglich keiner Korrekturen. Der gerichtlich bestellte Sachverständige verwies zur Begründung auf die erwartete Marktsättigung, aufgebrauchte IT-Budgets nach den signifikanten Investitionen in den Erholungsjahren nach der IT-Blase um die Jahrtausendwende sowie einen steigenden Wettbewerbsdruck in den Produktfeldern der Knürr AG, was für die Kammer sehr gut nachvollziehbar ist.

Auch kann nicht von einer unzureichenden Berücksichtigung der Intensivierung der Marktaktivitäten in China und Indien ausgegangen werden. Dabei muss nämlich berücksichtigt werden, dass nach den dem ausgehändigten Unterlagen der geplante Umsatzanteil für Shanghai mit einem Anteil von 0,2 % im Jahr 2006, 0,4 % im Jahre 2007 und 0,5 % im Jahr 2008 einen untergeordnete Rolle spielte, auch wenn in den Jahren zwischen 2006 und 2008 ein Umsatzwachstum von 300 % zu erwarten war. Dabei muss insbesondere berücksichtigt werden, dass trotz einer im Jahr 2005 erfolgten Gründung einer Tochtergesellschaft in China die Knürr-Gruppe im maßgeblichen Zeitpunkt von ihrer gesamten Vertriebsausrichtung her besonders auf die deutsch-sprachigen Märkte ausgerichtet war. Gerade im Bereich "Customer Engineering" waren die Mit-



arbeiter nicht genügend auf Anfragen aus dem Ausland eingerichtet, was auf unzureichenden Fremdsprachenkenntnissen sowie einer fehlenden Organisationsstruktur zur Unterstützung ausländischer Tochtergesellschaften beruhte. Die Ist-Entwicklung hat dies dann letztlich auch bestätigt, weil eine Vielzahl von Tochtergesellschaften entweder liquidiert oder innerhalb des Konzerns veräußert wurde.

Daher kann aus den potentiell vielversprechenden Märkten in China und Indien kein spezieller Wachstumsimpuls für die Unternehmensplanung der Knürr AG und ihrer Gruppe abgeleitet werden. Angesichts dieses Umstandes musste auch nicht abschließend geklärt werden, welcher genauen Anteil die Aktivitäten in China und Indien hatten, nachdem eine Unternehmensbewertung stets nur nach Maßgabe des § 287 ZPO erfolgen kann und kein mathematisch exakter Wert ermittelt werden kann. Folglich mussten die Sachverständigen nicht weitere Unterlagen heranziehen.

- (b) Keine Korrektur hat bezüglich der Planung mit einem Durchschnittswachstum von 6,5 % unter Berücksichtigung der Stellung der Knürr AG im Bereich „Hochleistungskühlung“ zu erfolgen. Im Geschäftsjahr 2005 vereinte das Segment der „High Density Cooling“ lediglich ca. 1,7 % der Umsatzerlöse auf sich. Zwar konnte in diesem Bereich Steigerungen feststellen; insgesamt aber waren die Umsätze auch noch zwei Jahre nach dem Bewertungsstichtag relativ gering. Die Marktführerschaft in diesem vergleichsweise kleinen Marktsegment ist sowohl in den Ist-Zahlen als auch in den geplanten Zahlenwerken hinreichend abgebildet worden. Dem können auch nicht die optimistischen Äußerungen im Lagebericht entgegen gehalten werden. Der Lagebericht wird vielfach optimis-



tischer gehalten als sich die reale Lage eines Unternehmens darstellt.

- (c) Die Ist-Zahlen des Jahres 2006 führen nicht dazu, die Planung als zu negativ und folglich korrekturbedürftig einzustufen. Die Planung setzte ein EBIT für das Geschäftsjahr 2006 in Höhe von € 7,6 Mio. an. Legt man allerdings durch Sondereffekte bereinigte Zahlen zugrunde, so gelangt man zu dem Ergebnis, dass das Ist-Ergebnis schlechter ausgefallen ist. Das Rumpfgeschäftsjahr brachte einen Buchgewinn von € 2,7 Mio., der in den sonstigen betrieblichen Erträgen erfasst wurde und aus dem Verkauf der Knürr Inc., USA an resultierte. Diese Veräußerung musste indes nicht in die Planung einfließen, weil sie zum Stichtag der Hauptversammlung am 22.06.2006 noch nicht in der Wurzel angelegt war. Bei der Ermittlung des Unternehmenswertes sind entsprechend den Grundsätzen der Wurzeltheorie nur solche Faktoren zu berücksichtigen, die zu den am Stichtag herrschenden Verhältnissen bereits angelegt waren (vgl. nur BGHZ 138, 136, 140; 140, 35, 38; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2224; OLG Stuttgart NZG 2007, 478, 479; AG 2008, 510, 514; LG München I, Urteil vom 18.1.2013, Az. 5HK O 23928/09, S. 20; Beschluss vom 24.5.2013, S. 34; Riegger in: Kölner Kommentar zum AktG, 3. Aufl., Anh § 11 SpruchG Rdn. 10; Riegger/Wasmann in: Festschrift für Goette, 2011, S. 433, 435; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, 7. Aufl., Rdn. 315). Diese Voraussetzungen waren für die Veräußerung der Knürr Inc., USA noch nicht gegeben. Der Lagebericht für das Rumpfgeschäftsjahr zeigt, dass die Entscheidung zur Veräußerung erst im Juli 2006 getroffen wurde. Der gerichtlich bestellte Sachverständige erläuterte in seinem schriftlichen Gutachten, dass die Durchsicht



der Vorstands- und Aufsichtsratsprotokolle gleichfalls zu keinem anderen Ergebnis führte.

Dann aber lag nach der Bereinigung das auf 12 Monate hochgerechnete EBIT nur noch bei etwa € 5,8 Mio. und somit unter der Planannahme.

- (d) Der Planansatz beim Materialaufwand muss nicht korrigiert werden, auch wenn es in der Detailplanungsphase zu einer leicht rückläufigen Rohertragsmarge kommen soll. Beim Anstieg des Materialeinsatzes war vor allem zu beachten, dass der Haupteinsatzfaktor Stahl ist, dessen Marktpreis steigend geplant war. Die Ursache hierfür hat der Sachverständige nachvollziehbar in der Prognose eines starken Anstiegs der Nachfrage nach Stahl in China während der Detailplanungsphase gesehen. Dieser Ansatz wurde letztlich auch durch die Nachfrage des Vorstands der Antragstellerin zu 14) im Termin zur mündlichen Anhörung des Sachverständigen über die Stahlpreisentwicklung auf € 40,-- je Einheit im Jahr 2008 bestätigt. Unter Berücksichtigung der Erläuterungen hierzu vor allem im Übertragungsbericht, der auch im Prüfungsbericht bestätigt wurde, müssen hier keine Anpassungen vorgenommen werden. Der Übertragungsbericht verwies auf anhaltend steigende Rohstoffpreise unter anderem für Aluminium, Stahl und Bleche, wobei die Gesellschaft erwartete, dass diese Steigerungen in der Planungsphase I nur zu einem Teil an die Kunden weitergegeben werden können.

Gegen die mangelnde Plausibilität sprechen dann weiterhin die differenzierenden Ansätze im Detailplanungszeitraum, wenn die Planung für die Jahre 2006 und 2007 von einer temporären Verbesserung der Rohertragsmarge ausgeht, weil in diesen beiden Jahren die Produktivitätssteigerungen aus der fortge-



fürten Umsetzung gezielter Design-to-Cost-Maßnahmen der Anstieg der Rohstoffpreise überkompensiert werden kann.

- (e) Der Ansatz des Gesamtkostenverfahrens führt nicht zu schlechteren Ergebnissen als das zuvor in der Vergangenheit angewandte Umsatzkostenverfahren. Die Abfindungsprüfer erläuterten im Rahmen ihrer Anhörung, dass es dabei letztlich um die Gliederung der Gewinn- und Verlust-Rechnung geht. Ungeachtet der Unterschiede dieser beiden Verfahren ist nicht erkennbar, inwieweit es aufgrund der Unterschiede in der Kostenerfassung zu unterschiedlichen Ergebnissen kommen sollte. Während im Gesamtkostenverfahren zur Abgrenzung von Aufwendungen und Erträgen die produzierten Mengeneinheiten herangezogen werden, werden bei der Anwendung des Umsatzkostenverfahrens die Erträge und Aufwendungen nicht schon bei der Produktion, sondern erst beim Absatz der Erzeugnisse ausgewiesen. Dabei werden die Aufwendungen nicht nach Aufwandarten wie Material, Personal und Abschreibungen, sondern nach Funktionsbereichen wie Herstellung, Verwaltung und Vertrieb ausgewiesen. Da aber die Erträge und Aufwendungen im Ergebnis stets um den gleichen Betrag differieren, führen beide Verfahren zum selben Ergebnis, worauf auch bei seiner Anhörung hingewiesen hat. Namentlich für den Personalbereich hat der Abfindungsprüfer zudem hervorgehoben, dass der Personalaufwand konkret geplant worden war und nicht lediglich pauschale Ansätze vorhanden waren.

Für weitergehende Kostensenkungspotenziale im Rahmen der Planannahmen sah der gerichtlich bestellte Sachverständige keine hinreichenden Ansatzpunkte. Mögliche Potenziale in diese Richtung wurden vom gerichtlich bestellten Sachverständi-



gen entsprechend den Ausführungen im Termin vom 21.11.2013 als echte Synergien bewertet. Diese spielen jedoch bei der Ermittlung des objektivierte Unternehmenswertes keine Rolle. Echte Synergien sind solche, die sich aus der Zusammenarbeit mit dem herrschenden Unternehmen ergeben und damit aus dem Bewertungsanlass heraus. Deren Berücksichtigung wurde indes dem Stand alone-Grundsatz widersprechen, der bei der Ermittlung des Unternehmenswertes bei gesellschaftsrechtlichen Strukturmaßnahmen zugrunde zu legen ist (vgl. Wollny, Der objektivierte Unternehmenswert, 2. Aufl., S. 3 und 36).

- (f) Soweit einige Antragsteller gerügt haben, die Gesellschaft hätte ihre Finanzierung anstatt über Genussscheine über beispielsweise Mezzanine-Finanzierungen durchführen müssen, führt dies nicht zu einer Änderung der Planung. Die Entscheidung wie sich die Gesellschaft finanziert, ist eine unternehmerische Entscheidung des Vorstandes, der sich in der Vergangenheit erkennbar für den Einsatz unverzinslicher Genussscheine entschieden hatte. Es ist nicht erkennbar, dass diese Entscheidung in der angespannten schwierigen Situation der Gesellschaft vor dem Stichtag sachwidrig gewesen wäre. Dabei muss insbesondere auch berücksichtigt werden, dass die Genussscheine unverzinslich waren, während bei anderen Finanzierungsformen Zinsaufwendungen entstanden wären, die wiederum zu einer für die Aktionäre ungünstigeren Risikostruktur geführt hätten.
- (g) Die Annahmen für die Ewige Rente müssen nicht geändert werden.
 - (aa) Dies gilt zunächst für die Entwicklung der Umsatzerlöse, auch wenn der Ansatz im Terminal Value unter dem Wert



der Jahre 2007 bis 2009 lag. Die Ansätze in der Ewigen Rente stellen einen eingeschwungenen Zustand dar. Angesichts dessen kann in einem Unternehmen, das in zyklisch verlaufenden und konjunkturabhängigen Märkten seine Umsätze erzielt, nicht von Werten ausgegangen werden, die innerhalb eines Zeitraums von drei Jahren von € 141,693 Mio. auf € 166,381 Mio. und damit um ca. 17,4 % gestiegen sind. Die Abfindungsprüfer wie auch der gerichtlich bestellte Sachverständige verwiesen auf die dem Gericht auch aus anderen Spruchverfahren bekannte Abhängigkeit der IT-Branche von der Gesamtkonjunktur hin. Die IT- und Telekommunikationsbranche ist besonders deshalb konjunkturanfällig, weil das Investitionsverhalten ihrer Abnehmer stark von der allgemeinen wirtschaftlichen Lage abhängig ist, die auch schon vor der Finanz- und Weltwirtschaftskrise der Jahre 2008/2009 sich in Wellenbewegungen entwickelte. Wenn sich die Gesamtwirtschaft in Jahren einer Rezession oder auch nur Stagnation befindet, kann – wie

bei seiner Anhörung geschildert hat – im IT-Bereich ebenso wie im Bereich des Marketings relativ leicht gespart werden. Auch wenn ein Computer oder einer IT-Anlage nicht mehr dem allerneuesten Standard entsprechen, funktionieren sie regelmäßig auch noch nach drei Jahren und müssen deshalb nicht zwingend ersetzt werden. Genau dieser Umstand wirkt sich dann aber auf ein Zulieferunternehmen wie die Knürr AG einschließlich ihrer Tochtergesellschaften aus. Gerade die positiven Wachstumsansätze der Detailplanungsphase entstanden nach einer Phase mit Verlusten und hoher Verschuldung der Gesellschaft, worin sich auch die Zyklizität der Geschäftstätigkeit der Knürr AG widerspiegelt.



In einer derartigen Situation kann dann aber das letzte Planjahr, das vom Umsatz her nur geringfügig über dem letzten Jahr der positiv verlaufenden Detailplanungsphase lag, mit seinen Werten nicht für den Ansatz im Terminal Value herangezogen werden. Vielmehr muss dann ein im langfristigen Durchschnitt erzielbares Ergebnis unter Beachtung des zyklischen Konjunkturverlaufs angesetzt werden. Eine andere Vorgehensweise hätte entsprechend den Erkenntnissen gerade auch von

eine fortlaufend positive Entwicklung auf einen (fast) Höchstniveau unterstellt.

Ebenso wenig kann unterstellt werden, dass die im Detailplanungszeitraum erzielten Preisprämien der innovativen Knürr-Produkte bis in alle Ewigkeit fortgeschrieben werden können. Dies stünde nämlich im Widerspruch zu dem vom gerichtlich bestellten Sachverständigen beschriebenen steigenden Wettbewerbsdruck in den Produktfeldern der Gesellschaft.

- (bb) Die für die Ewige Rente angesetzten Kostenpositionen für Material und Personal müssen nicht korrigiert werden. Bereits die Abfindungsprüfer wiesen bei ihrer Anhörung auf die von ihnen vorgenommene eingehende Überprüfung des Material- und des Personalaufwandes hin. Dabei muss in Ansatz gebracht werden, dass angesichts der rückläufigen Umsatzzahl im Terminal Value diese beiden Aufwandspositionen im Vergleich zu den sehr guten oder zumindest guten Jahren 2008 und 2009 gleichfalls rückläufig geplant waren. Angesichts der prognostizierten Entwicklung vor allem der Stahlpreise, die wie die Entwicklung von Rohstoffpreisen allgemein nicht einfach vorhergesagt werden können, muss der Ansatz einer leicht



ansteigenden Materialaufwandsquote nicht nach unten angepasst werden. Die Schwankungsbreite der Prognose zeigt sich gerade auch an den vom Vorstand der Antragstellerin zu 14) genannten Ist-Zahlen für den Preis je Einheit Stahl zwischen € 10,-- und € 40,--, wobei dem keine stetige Entwicklung zugrunde lag, was sich zweifelsohne auch mit der Finanz- und Wirtschaftskrise nach dem Zusammenbruch der US-amerikanischen Investmentbank Lehmann Brothers Inc. erklären lässt.

Bei den Personalkosten handelt es sich um Fixkosten, die in einem nicht unerheblichen Umfang unabhängig von erzielten Umsatzzahlen entstehen. Deshalb kann auch nicht davon gesprochen werden, der Ansatz eines nicht so starken Rückgangs der Personalkosten sei nicht nachvollziehbar.

Angesichts dieser Prognoseunsicherheiten im Zeitpunkt der Hauptversammlung, auf den zwingend abgestellt werden muss, bestand für die gerichtlich bestellten Sachverständigen keine Notwendigkeit zur Ermittlung einer Ergebnismarge aus den neuen Produkten der Gesellschaft mit einem im Vergleich zur Vergangenheit höheren Stahlanteil. Der Umstand, dass dies nicht gesondert überprüft wurde, führt nicht dazu, dass die Angaben der gerichtlich bestellten Sachverständigen und nicht zugrunde gelegt werden dürften. Dasselbe gilt auch für den prozentualen Anteil von Stahl an den Materialkosten.

- (cc) Die Plausibilität dieser Ansätze der für das EBIT und die EBIT-Marge von rund 5 % im Terminal Value wird bestätigt durch einen Vergleich mit den Unternehmen der Peer Group. Die Abfindungsprüfer erläuterten ihre Kontrolle der



EBIT-Marge anhand dessen, was die Analysten für die Unternehmen der von zugrunde gelegten Peer Group schätzten. Auch darauf aufbauend erachteten sie die EBIT-Marge von 5 % als plausibel, zumal sie auch darauf verwiesen, dass die Analyse denkbarer Vergleichsunternehmen durch sehr detailliert erfolgte.

- (dd) Die im Terminal Value angesetzten Abschreibungen von € 3,408 Mio. können der Ermittlung des Ertragswerts zugrunde gelegt werden. Im Gegensatz zur Detailplanungsphase, in der für die Ermittlung der künftigen Abschreibungen die künftig geplanten Investitionen ausgehend von dem am Bewertungsstichtag vorhandenen Kapitalstock angesetzt werden, muss in der Ewigen Rente der notwendigen Substanzerhaltung Rechnung getragen werden, nachdem mit Blick auf den eingeschwungenen Zustand gerade keine Erweiterungsinvestitionen mehr anzusetzen sind, sondern nur mehr Ersatzinvestitionen. Zu diesem Zweck wird die Reinvestitionsrate ermittelt, welche die Abschreibungen auf den vorhandenen Kapitalstock zu Wiederbeschaffungspreisen bemisst (vgl. Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 5. Aufl., S. 330 f.). Wenn vorliegend in der Ewigen Rente von einer Reinvestitionsrate von € 3,408 Mio. ausgegangen wird, lässt sich daraus gerade nicht ableiten, es würden die Abschreibungen in der Ewigen Rente auf Rekordniveau fortgeführt. Dies zeigt sich – worauf auch die Abfindungsprüfer im Termin vom 4.2.2010 hingewiesen haben – schon daran, dass ein leicht erhöhter Abschreibungsbetrag im Jahr 2006 bei einem Umsatzvolumen von € 142 Mio. geplant war, während für die Ewige Rente mit



rund € 200.000,-- niedrigeren Abschreibungen ein Umsatzvolumen von € 152 Mio. erzielt werden soll.

Ebenso wenig kann verlangt werden, die Abschreibungsquote in der Ewigen Rente müsse angesichts eines Wachstumsabschlags von 1 % im Vergleich zum letzten Planjahr reduziert werden. Es kann nämlich bereits nicht von einem Schrumpfungsprozess der Gesellschaft ausgegangen werden, sondern von einem durchschnittlich erzielbaren Ergebnis, bei dem auch Reinvestitionen zum Erhalt der Substanz getätigt werden müssen. Ein Ansatz von Erweiterungsinvestitionen stünde im Widerspruch zum Gleichgewichtszustand als Basis der Ansätze im Terminal Value.

- (ee) Diese Ansätze verstoßen namentlich nicht gegen das Verbot der Anwendung des bilanziellen Vorsichtsprinzips in der Unternehmensbewertung. Die Unternehmenswertermittlung muss auf realistischen Annahmen aufbauen. Hierzu gehört es aber gerade nicht, dass ein Unternehmen nach Überwindung einer Krise stetig wächst und in der Zukunft keinerlei Rückschläger mehr zu verkraften hat, wenn dieses gerade wie die Knürr AG in einem äußerst konjunkturabhängigen Geschäftsumfeld tätig ist, wie auch die durchaus volatilen Ergebnisse der Vergangenheit zeigen. Gerade diese Konjunkturabhängigkeit des Geschäftsmodells wird durch den gewählten Ansatz abgebildet, aber nicht das Vorsichtsprinzip angewandt. Ebenso wenig kann es zur Unverwertbarkeit der Feststellungen des gerichtlich bestellten Sachverständigen führen, dass ihm trotz Aufforderung keine revolvierenden Planunterlagen zur Verfügung gestellt worden sind. Auch wenn dies wünschenswert gewesen wäre, kann das Unterlassen die-



ser Maßnahme nicht dazu führen, dass das Gutachten nicht zugrunde gelegt werden könnte. Dies gilt vor allem auch deshalb, weil sich die Ansätze im Terminal Value gerade dadurch charakterisieren, dass es keine detaillierten Planzahlen mehr gibt.

- (3) Die Ansätze der Thesaurierung in der Detailplanungsphase wie auch in der Ewigen Rente bedürfen keiner Korrektur zugunsten der Minderheitsaktionäre; die Ansätze sind nach Einschätzung der Kammer sachgerecht erfolgt.
- (a) In der Detailplanungsphase musste für die Jahre 2006 bis 2008 eine vollständige Thesaurierung der geplanten Überschüsse angesetzt werden. Ausschüttungen an Aktionäre dürfen nämlich dann nicht erfolgen, wenn dem rechtliche Vorgaben entgegenstehen. Im Falle des Vorhandenseins von Verlustvorträgen kann zu deren Ausgleich eine Ausschüttung von Gewinnen aus Rechtsgründen nicht erfolgen. Ein Jahresüberschuss darf nur ausgeschüttet werden, wenn er einen vorhandenen Verlustvortrag übersteigt. Dies war für die Jahre 2006 bis 2008 gerade nicht der Fall.
- (b) Im Geschäftsjahr 2009 sowie in der Ewigen Rente wurde eine Ausschüttungsquote von 31,5 % angesetzt. Dieser Ansatz bedarf vorliegend keiner Korrektur. Wenn beim Fehlen eigener Unternehmensplanungen das Ausschüttungsverhalten der Unternehmen aus der Peer Group herangezogen wird, muss dies nicht in Frage gestellt werden, auch wenn üblicherweise jedenfalls für die Ewige Rente auf den Gesamtmarkt abgestellt wird, wo normalerweise eine Ausschüttungsquote zwischen 40 % und 70 % angesetzt wird. Der niedrigere Ansatz von 31,5 % wirkt sich jedenfalls nicht zum Nachteil der Aktionäre aus, weil



die Ausschüttung der persönlichen Ertragsteuer der Anteilseigner unterliegt, während die Thesaurierung jedenfalls nach dem damals gültigen Steuerkonzept des Halbeinkünfteverfahrens ohne persönliche Steuern direkt zugerechnet wird.

(4) Das Beteiligungsergebnis kann nicht mit dem Argument in Frage gestellt werden, es sei aus dem Übertragungsbericht nicht ersichtlich, wie die Beteiligungen der Knürr AG an der Knürr Spectra sowie an der Chuo Electronics angesetzt worden seien. Auf Seite 72 des Übertragungsberichts wird nämlich sehr wohl dargestellt, dass die Werte der 50 %-Beteiligung an der Knürr Spectra auf der Basis einer Umsatz- und Ergebnisplanung für den Detailplanungszeitraum ermittelt wurden und für die 5 %-ige Beteiligung an der Chuo Electronics ein Anstieg der Ausschüttungen in Höhe von 10 % für die Geschäftsjahre der Detailplanungsphase von 2006 bis 2009 unterstellt wurde.

b. Die so ermittelten künftigen Jahresüberschüsse sind auf den Stichtag der Hauptversammlung am 22.06.2006 zu diskontieren.

Zutreffend ist dabei der Ausgangspunkt des Ansatzes persönlicher Ertragsteuern in der Bewertung durch die Antragsgegnerin. Da die finanziellen Überschüsse aus der alternativ am Kapitalmarkt zu tätigen Anlage der persönlichen Ertragsbesteuerung der Unternehmenseigner unterliegen, ist der Kapitalisierungszinssatz unter Berücksichtigung der persönlichen Steuerbelastung zu ermitteln, wobei die für Unternehmensbewertungen allgemein angenommene pauschalierte Steuerbelastung von 35 % keinen grundlegenden methodischen Einwänden unterliegt, weshalb unter der Geltung des Halbeinkünfteverfahrens ein typisierter Steuersatz von 17,5 % angesetzt werden konnte (vgl. OLG München AG 2007, 287, 290; ZIP 2006, 1722, 1725; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 134; LG München I, Beschluss vom 30.3.2012, Az. 5HK O 11296/06).



- (1) Der Basiszinssatz war in Anwendung der Zinsstrukturkurve der Deutschen Bundesbank als sachgerechte Methode zu seiner Ermittlung auf 4 % vor Steuern festzusetzen.

Der Basiszinssatz bildet eine gegenüber der Investition in das zu bewertende Unternehmen risikolose und laufzeitadäquate Anlagemöglichkeit ab. Die Ermittlung des Basiszinssatzes anhand der Zinsstrukturkurve von Zerobonds quasi ohne Kreditausfallrisiko kann methodisch nicht beanstandet werden. Es ist nämlich betriebswirtschaftlich gefordert, dass der Kapitalisierungszinssatz für den zu kapitalisierenden Zahlungsstrom hinsichtlich Fristigkeit, Risiko und Besteuerung äquivalent sein muss. Die Zinsstrukturkurve stellt den Zusammenhang zwischen der Verzinsung und den Laufzeiten von dem Markt gehandelten Anleihen dar und gibt den Zusammenhang zwischen Verzinsung bzw. Rendite einer Anleihe und deren Laufzeit wieder. Die nach der sogenannten Svensson-Methode ermittelte Zinsstrukturkurve bildet den laufzeitspezifischen Basiszinssatz – den sogenannten Zerobond-Zinssatz – ab. Sie ist in der Rechtsprechung zu Recht weithin anerkannt (vgl. OLG Karlsruhe, Beschluss vom 15.11.2012, Az. 12 W 66/06; OLG Frankfurt NZG 2012, 1382, 1383; 2013, 69, 70; OLG München AG 2012, 749, 752 = Der Konzern 2012, 561, 564; ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; Peemöller/Kunowski in Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 320 f.). Nur dadurch kann der Grundsatz der Laufzeitäquivalenz verwirklicht werden. Die Annahme, es müsse auf den zum Bewertungsstichtag aktuellen Zinssatz für langläufige Bundesanleihen abgestellt werden, übersieht, dass die Unternehmensbewertung auf die Ewigkeit ausgelegt ist.

Zur Glättung kurzfristiger Marktschwankungen kann dabei allerdings nicht auf den stichtagsgenauen Basiszinssatz abgestellt werden; vielmehr errechnet sich der Basiszinssatz aus einem Drei-Monats-Durchschnitt, wobei der maßgebliche Zeitraum hier von der Haupt-



versammlung auszugehen hat. Dies ergibt sich aus dem Grundgedanken, dass die Barabfindung gem. § 327 b Abs. 1 AktG die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Beschlussfassung der Hauptversammlung berücksichtigen muss.

Unter Berücksichtigung des maßgeblichen Steuersatzes von 35 % und 5,5 % Solidaritätszuschlag war ein Basiszinssatz nach Steuern von 2,6 % anzusetzen.

- (2) Für die Ermittlung des Kapitalisierungszinssatzes muss der Basiszinssatz um einen Risikozuschlag erhöht werden, der nach § 287 Abs. 2 ZPO zu schätzen ist und der – jeweils nach Steuern – im Geschäftsjahr 2006 auf 8,5 %, im Geschäftsjahr 2007 auf 8,1 %, im Geschäftsjahr 2008 auf 7,93 %, im Geschäftsjahr 2009 auf 7,28 % und in der Ewigen Rente ab den Jahren 2010 ff. auf 6,73 % festgesetzt wird.

Der Grund für den Ansatz eines Risikozuschlages liegt darin, dass Investitionen in Unternehmen im Vergleich zur Anlage in sichere oder zumindest quasi-sichere öffentlichen Anleihen einem höheren Risiko ausgesetzt sind. Dieses Risiko wird bei einem risikoaversen Anleger durch höhere Renditechancen und damit einen erhöhten Zinssatz ausgeglichen, weshalb der Ansatz eines Risikozuschlages unumgänglich ist, zumal der Verzicht auf diesen die ohnehin nicht durch die Planung abgegoltenen Risiken wie politische Krisen, Naturkatastrophen oder weitere nicht in die Planungsrechnung einzubeziehenden allgemeinen wirtschaftlichen Risiken vernachlässigen würde. Ebenso kann die Gefahr des Verfehlens der Planungsziele nicht völlig unberücksichtigt bleiben. Angesichts dessen geht die heute nahezu einhellig vertretene obergerichtliche Rechtsprechung vom Erfordernis des Ansatzes eines Risikozuschlages aus (vgl. nur OLG München ZIP 2009, 2339, 2341 = WM 2009, 1848, 1850; KG NZG 2011, 1302, 1304 = AG 2011, 627, 628 f. = ZIP 2011, 2012, 2013 = WM 2011, 1705, 1706 f.; OLG Stuttgart, Beschluss vom 17.10.2011, Az.



20. W 7/11; OLG Frankfurt NZG 2012, 549, 550 = Der Konzern 2012, 199, 205 f.; Peemöller/Kunowski in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 321).

- (a) Die Frage, wie der Risikozuschlag im Einzelnen zu ermitteln ist, wird in Rechtsprechung und Literatur nicht einheitlich beurteilt.
- (aa) Mehrheitlich wird davon ausgegangen, der Risikozuschlag könne mittels des (Tax-)CAPM (Capital Asset Pricing Model) ermittelt werden. Danach wird die durchschnittliche Marktrisikoprämie, die anhand empirischer Daten aus der langfristigen Differenz zwischen der Rendite von Aktien und risikolosen staatlichen Anleihen errechnet wird, mit einem spezifischen Beta-Faktor multipliziert, der sich aus der Volatilität der Aktie des zu bewertenden Unternehmens ergibt. Zur Begründung der Maßgeblichkeit dieses kapitalmarkttheoretischen Modells wird vor allem ausgeführt, dass bei der Feststellung des Unternehmenswertes intersubjektiv nachvollziehbare Grundsätze unter Zugrundelegung von Kapitalmarktdaten Anwendung fänden und dass es kein anderes Modell gebe, das wie das CAPM die Bewertung risikobehafteter Anlagenmöglichkeiten erläutere. Demgegenüber verfüge die herkömmliche Multiplikatormethode über kein festes theoretisches, sondern eher ein empirisches Fundament und werde zudem nicht durch die theoretische Forschung unterstützt. Mit dem CAPM werde gegenüber der Risikozuschlagsmethode eine ungleich höhere Qualität infolge der größeren Nachprüfbarkeit erreicht (vgl. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2226; OLG Stuttgart AG 2010, 510, 512; AG 2008, 510, 514 f.; NZG 2007, 112, 117 = AG 2007, 128, 133 f.; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, 3. Aufl., § 305



Rdn. 117 ff., insbes. 126; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, 1. Aufl., Anh § 11 Rdn. 126 f.).

Dabei wird in Anwendung des arithmetischen Mittels als Basis der Ermittlung der Überrendite vielfach davon ausgegangen, es komme jedes Jahr zu einem vollwertigen Austausch des gesamten Aktienportfolios. Auf dieser Basis legte der Übertragungsbericht eine Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern zugrunde.

Sodann muss aber das unternehmensinterne individuelle Risiko eingerechnet werden. Das (Tax-)CAPM nimmt dies mittels des sogenannten Beta-Faktors vor. Dieser entspricht dem Quotienten aus Kovarianz zwischen Marktrendite und Wertpapierrendite und der Varianz der Marktrendite; somit gibt der Beta-Faktor die erwartete Renditeschwankung in Vergleich zum Markt an (vgl. auch Meitner/Streitferdt in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, aaO, S. 516 f.; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 809).

Der aus einer Peer Group abgeleitete unverschuldete Beta-Faktor wurde für die Knürr AG im Übertragungs- und im Prüfungsbericht mit 1,27 angesetzt.

- (bb) Die von [] ermittelten Risikozuschläge für die einzelnen Geschäftsjahre einschließlich der Ewigen Rente bedürfen jedoch der Korrektur. Das in dieser soeben beschriebenen Form angewandte (Tax-)CAPM kann nämlich nicht als allein maßgebliches Instrument zur Ermittlung des Risikozuschlags herangezogen werden; dies gilt vor allem auch mit Hinblick auf die Überlegung des Ansatzes des arithmetischen Mittels, wie dies von [] vorgenommen wurde. Vielmehr ist der Risikozuschlag mittels einer empirischen



Schätzung zu gewinnen, die im Rahmen einer Gesamtwürdigung aller maßgeblichen Gesichtspunkte der konkreten Situation des zu bewertenden Unternehmens Rechnung trägt. Dabei können auch die unter Anwendung des (Tax-)CAPM gewonnenen Daten als eines der Elemente für die Schätzung des Risikozuschlages herangezogen werden. Es ist nämlich nicht erkennbar, dass das (Tax-)CAPM den anderen Methoden zur Ermittlung des Risikozuschlages eindeutig überlegen wäre. Auch bei ihm hängt das Ergebnis in hohem Maße von der subjektiven Einschätzung des Bewerter ab, die nur nicht unmittelbar durch die Schätzung des Risikozuschlages selbst ausgeübt wird, sondern mittelbar durch die Auswahl der Parameter für die Berechnung der Marktrisikoprämie sowie des Beta-Faktors. Die rechnerische Herleitung des Risikozuschlages täuscht darüber hinweg, dass aufgrund der Vielzahl von Annahmen, die für die Berechnung getroffen werden müssen, nur eine scheinbare Genauigkeit erreicht wird und nicht etwa eine exakte Bemessung des für die Investition in das konkrete Unternehmen angemessenen Risikozuschlages. Schon die zu treffende Aussage, inwieweit die Daten aus der Vergangenheit auch für die zukünftige Entwicklung aussagekräftig sind, unterliegt subjektiver Wertung. Dies zeigt sich bereits am Auswertungszeitraum, für den die Überrendite ermittelt wird. Aus einer Vielzahl anderer Spruchverfahren ist gerichtsbekannt, dass es eine Reihe von Studien gibt, die für unterschiedliche Zeiträume Werte für die Marktrisikoprämie vor Steuern in Anwendung des arithmetischen Mittels zwischen 4,9 % und 10,43 % ermittelten; hinsichtlich des geometrischen Mittels gibt es Studien auf, die Vorsteuerwerte zwischen 1,7 % und 6,80 % ergaben. zeigte



auch unterschiedliche Studien mit differierenden Werten auf. Ebenso ist die Auswahl der Unternehmen, die in eine Peer Group vergleichbarer Unternehmen einbezogen werden, stark von der subjektiven Einschätzung desjenigen abhängig, der über die Vergleichbarkeit der Unternehmen im Einzelnen entscheidet (vgl. OLG München WM 2009, 1848, 1850 f. = ZIP 2009, 2339, 2341; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 694 f.; auch Reuter AG 2007, 1, 5; sehr kritisch zum CAPM auch Emmerich in: Festschrift für Uwe H. Schneider, 2011, S. 323, 328 f., 331).

Weiterhin sieht die Kammer in der Anwendung des arithmetischen Mittels mit einer jährlichen Wiederanlage des vollständigen Aktienportfolios, wie es in den einzelnen IDW-Standards empfohlen wird, kein hinreichend taugliches Kriterium. Insoweit liegt nämlich ein Widerspruch zu der Annahme einer auf Ewigkeit angelegten Unternehmenstätigkeit vor. Für das steuerliche Regime der Abgeltungssteuer unter Einschluss der Versteuerung von Veräußerungsgewinnen gehen empirische Untersuchungen nämlich von einer sehr viel längeren Haltedauer aus. Wenn der Wert des Unternehmens in die Ewigkeit ermittelt werden soll und vor allem auch die Alternativanlage in Aktien anderer Unternehmen vergleichbar sein soll, steht die Annahme eines jährlich stattfindenden vollständigen Aktienaustausches hierzu in Widerspruch. Weiterhin ist gegen das arithmetische Mittel als alleiniger Maßstab zur Ermittlung des Risikozuschlages zu berücksichtigen, dass in all den Fällen, in denen die Anlageperiode nicht 1 ist, es zu Verzerrungen kommt (vgl. hierzu nur Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).



Die Alternative zum arithmetischen Mittel liegt im geometrischen Mittel, bei dem die Wertpapiere zu Beginn des Untersuchungszeitraumes gekauft und an dessen Ende verkauft werden; die jeweiligen Erträge werden dabei jährlich wieder angelegt. Dabei wird allerdings auch zu berücksichtigen sein, dass das geometrische Mittel ebenso wie das arithmetische Mittel zu Verzerrungen des Unternehmenswertes führt, wenn die Anlageperiode nicht gleich 1 ist (vgl. Wagner/Jonas/Ballwieser/Tschöpel WPg 2006, 1005, 1017 f.).

Daher wird in Übereinstimmung mit den Ausführungen des Sachverständigen als Ansatzpunkt ein Mittelwert zwischen dem arithmetischen und dem geometrischen Mittel anzusetzen sein, wenn es zu der Gesamtbeurteilung des Risikos der Knürr AG kommt.

Die Marktrisikoprämie kann entsprechend den Erkenntnissen des gerichtlich bestellten Sachverständigen mit 5 % angesetzt werden. Bei der Ermittlung des Beta-Faktors konnte auf eine Peer Group abgestellt werden. Das unternehmenseigene Beta der Knürr AG stellt sich als nicht geeignet dar. Der Börsenkurs konnte aufgrund des geringen Handels das operative Risiko der Gesellschaft nicht mehr angemessen abbilden. Dies zeigt die Entwicklung der Stammaktien der Gesellschaft vor allem im Zeitraum zwischen der zu einem Kurssturz führenden Kapitalerhöhung von Juni 2002 bis zu dem 23.12.2005 veröffentlichten freiwilligen Übernahmeangebot, das einen ebenso sprunghaften Anstieg der Börsenkurse nach sich zog. Dazwischen fanden im Gegensatz zu den Börsenkursen von Werten der Branchen, aus denen die Kunden der Gesellschaft stammen (Technologie, Software und Telekommu-



nikation) bei der Knürr AG keine nennenswerten Kursbewegungen statt. Daher konnte und musste auf eine Peer Group zurückgegriffen werden, die sich nach den Erkenntnissen von [redacted] aus den Unternehmen

und [redacted] zusammensetzen musste. Die von [redacted] herangezogene

[redacted] wies einen Beta-Faktor auf, dessen Aussagefähigkeit wesentlich geringer ist als die der beiden anderen Unternehmen. Aus dem unverschuldeten Beta-Faktor dieser drei Gesellschaften von 0,58, 1,27 und 1,35 ergab sich ein unverschuldeter Beta-Faktor von 1,07, der zugrunde gelegt werden konnte. Dieser Wert wird vor allem durch die von [redacted] aus dem Mittelwert des Beta-Faktors von Phoenix und Scanfil gegen den MSCI All Country bestätigt, der ebenfalls 1,07 ergab. Die weitere Plausibilisierung über den Branchenindex der Kunden aus der IT-Branche und der Telekommunikationsbranche mit 1,61 und 0,56 und daraus abgeleitet einen Mittelwert von 1,09 entsprechend der Gewichtung der Umsätze der Knürr AG mit den Unternehmen aus diesen Branchen ergab einen Wert von 1,09. Bei der Heranziehung nur der beiden Vergleichsunternehmen Phoenix und Scanfil gab es zwischen dem Median und dem arithmetischen Mittel keinen Unterschied mehr.

Die gerichtlich bestellten Sachverständigen verwendeten zur Vermeidung von Währungskreuzungen die Index- und Aktienkurse einheitlich in Euro. Zudem haben sie zur Vermeidung „zufälliger“ Beta-Faktoren nicht nur das monatliche Intervall von Monatsende zu Monatsende, sondern fünf verschiedene Startpunkte gewählt. Damit werden erhebliche zufällige Schwankungen ausgeglichen. Der



sonst zu beobachtende Intervalleffekt taucht hier folglich nicht auf. Daher ist die Vorgehensweise der gerichtlich bestellten Sachverständigen präziser als der Ansatz im Übertragungsbericht von

Demzufolge ist von einem unverschuldeten Beta-Faktor von 1,07 auszugehen. Allerdings muss neben dem operativen Risiko das Finanzierungsrisiko berücksichtigt werden. Dieses Kapitalstrukturrisiko der Knürr AG entstand und entsteht durch die Aufnahme von Fremdkapital. Dabei muss indes beachtet werden, dass sich das Kapitalstrukturrisiko in den Jahren der Planungsphase I verändert. In den Verschuldungsgrad gehen dabei als Marktwert der jeweilige Ertragswert der Gesellschaft sowie die Buchwerte des verzinslichen Fremdkapitals als Marktwerte des Fremdkapitals ein, wobei künftige sichere Steuerersparnisse unterstellt werden. Dabei wurde der steuerliche Sonderwert in die Berechnung des Verschuldungsgrades einbezogen, weil für eine integrierte Berechnung des Ertragswertes einschließlich des steuerlichen Verlustvortrages der gleiche Unternehmenswert herauskommen muss, wie bei der getrennten Ermittlung des Ertragswertes mit Addition des Sonderwerts der steuerlichen Verlustvorträge. Unter Berücksichtigung der steuerlichen Verlustvorträge wurde dann der Steuersatz von 30 % angesetzt.

In Anwendung der Formel $\beta_{\text{Knürr}} = \beta_{\text{Peergroup}} * [1 + (1 - \text{Steuersatz}) * (\text{Verschuldungsgrad Knürr})]$ ergaben sich für die Knürr AG verschuldete Beta-Faktoren von 1,70, 1,62, 1,59 und 1,4 in der Detailplanungsphase sowie von 1,35 in der Ewigen Rente.



(cc) Die auf diese Art und Weise ermittelten Risikozuschläge für die einzelnen Geschäftsjahre stehen auch in Einklang mit den sich aus der speziellen Situation der Gesellschaft am Markt ergebenden Risiken. Das operative Risiko der Knürr AG muss im Vergleich zum Gesamtmarkt bereits als leicht überdurchschnittlich angesehen werden. Das Geschäftsmodell der Gesellschaft ist stark konjunkturabhängig. Wenn sich – wie oben bereits ausgeführt – die konjunkturellen Aussichten verschlechtern, ist die Gesellschaft unmittelbar davon betroffen, weil sich Investitionen in die Produkte der Knürr AG bei ihren Abnehmern auch aufschieben lassen. Ein Teil der Kunden ist in der IT-Branche tätig, die wiederum ein weit überdurchschnittliches Risiko aufweist, was sich dann aber auch negativ bereits auf das operative Risiko der Knürr AG auswirken kann. Ebenso muss der wachsende Wettbewerbsdruck berücksichtigt werden, auf den die Sachverständigen in ihrem Gutachten hingewiesen haben. Dieser Wettbewerbsdruck erhöht das Risiko und kann insbesondere auch dazu führen, dass Planannahmen verfehlt werden. Bei der Beurteilung des Gesamtrisikos der Gesellschaft spielt zudem der hohe, wenn auch im Laufe der Planjahre und bis in die Ewige Rente abnehmende Verschuldungsgrad eine wesentliche Rolle. Ein höherer Anteil an Fremdkapital führt zu einem gesteigerten Risiko.

Aus der Konzernzugehörigkeit lässt sich dagegen ein geringeres Risiko nicht ableiten. Die Einbindung in den -Konzern führte nach den Erkenntnissen der gerichtlich bestellten Sachverständigen zu keinen Änderungen im operativen Geschäft. Dies zeigt der Abhängigkeitsbericht insbesondere für das Rumpfgeschäftsjahr 2006, der weit überwiegend Angaben zu Darlehen als be-



richtspflichtige Rechtsgeschäfte enthielt; zudem nutzte die Gesellschaft Dienstleistungen, die angemessen vergütet wurden. Ein faktisches Konzernverhältnis beeinflusst das operative Risiko dagegen nicht. Zudem haben Aktien, die durch einen Konzerneinfluss geprägt werden, regelmäßig nur mehr eine verminderte Liquidität, die dann aber einen Rückschluss auf das Risiko der Aktie allenfalls nur mehr eingeschränkt zulässt.

Angesichts dessen war der Risikozuschlag für die einzelnen Jahre wie oben beschrieben festzusetzen.

- (b) Weitere gerade auch in der Wissenschaft diskutierte Modelle zur Ermittlung des Risikozuschlages führen zu keinen besseren Erkenntnissen.
- (aa) Dies gilt zunächst für die Arbitrage Pricing Theorie. Dieses Modell steht unter der Annahme, dass die erwarteten Aktienrenditen eine lineare Funktion verschiedener Risikoprämien sein müssten. Zwar kommt dieses Modell mit einer geringeren Zahl und anfänglich weniger restriktiven Annahmen aus. Andererseits besteht aber auch hier ein erheblicher Ermessensspielraum, der sich aus den ökonomischen Faktoren ergibt, auch wenn diese eine gewisse Verbesserung darstellen mögen. Der Sachverständige hat in seinem Gutachten darauf hingewiesen, dass bei der Umsetzung des Modells Schwierigkeiten auftreten und wegen der Komplexität und der vergleichsweise geringen Erprobtheit in der Praxis dieses Modell derzeit keine Alternative zur Ermittlung eines objektivierten Unternehmenswert darstellen kann (so auch LG München I, Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5 HK O 16505/08).



- (bb) Auch das Drei-Faktoren-Modell von Fama and French bietet keinen verbesserten Ansatz. Dieses Modell berücksichtigt neben der Marktrisikoprämie und dem Beta-Faktor zusätzlich noch weitere Faktoren, die sich auf die Marktkapitalisierung und das Kurs-Buchwert-Verhältnis beziehen, wodurch die erwartete Überrendite von kleinen Unternehmen und Unternehmen mit einem hohem Quotienten aus Buch- und Marktwert berücksichtigt werden sollen. Zudem gibt es Erkenntnisse, dass für den deutschen Kapitalmarkt gerade keine Überrendite für kleinere Unternehmen im Vergleich zu größeren Unternehmen besteht. Die weitergesteigerte Komplexität führt dazu, dass derzeit nicht geklärt ist, ob diese von Fama and French vorgeschlagenen Faktoren tatsächlich eine Verbesserung der Kapitalkostenstruktur mit sich bringen (so bereits LG München I, Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08, S. 45).
- (cc) Die als Alternative zu kapitalmarkttheoretischen Modellen entwickelte implizite Ableitung von Eigenkapitalkosten aus dem Börsenkurs ist nach Auffassung der Kammer ebenfalls nicht geeignet, einen anderen Risikozuschlag als oben angenommen zu begründen. Das Modell zur Ermittlung der impliziten Kapitalkosten muss nämlich konsistent zum Bewertungsmodell – vorliegend also zum Ertragswertverfahren – sein. Ein in alle Verfahren einfließender Parameter ist der Unternehmenswert bzw. der Marktwert des Eigenkapitals. Üblicherweise wird dabei auf den Aktienkurs bzw. die Marktkapitalisierung zurückgegriffen. Würden aber die übrigen zur Ermittlung der impliziten Eigenkapitalkosten erforderlichen Parameter mit Ausnahme des gesuchten Risikozuschlags entsprechend den Annahmen im Bewertungsmodell angenommen, ist die Er-



mittlung der impliziten Eigenkapitalkosten nicht erforderlich, weil die Verwendung eines so ermittelten Eigenkapitalkostenansatz exakt zum Börsenkurs führen und in dem Fall unmittelbar auf den Börsenkurs abgestellt werden könnte (so bereits LG München I, Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08, S. 45 f.).

- (dd) Das Build up-Modell, das vor allem bei der Bestimmung der Eigenkapitalkosten kleinerer, nicht börsennotierter Unternehmen in den USA entwickelt wurde, vermittelt gleichfalls keine besseren Erkenntnismöglichkeiten. Die Eigenkapitalkosten eines Unternehmens setzen sich dabei aus dem systematischen Marktrisiko, dem unsystematischen Risiko in Abhängigkeit von der Unternehmensgröße und dem spezifischen Unternehmensrisiko des zu bewertenden Unternehmens zusammen, wobei Ausgangsgröße wie beim (Tax-)CAPM der risikolose Zins ist. Bei einem ausschließlichen Ansatz dieses Modells kommt es zu einer weiteren Vergrößerung der Bandbreite möglicher Ergebnisse mit einer damit verbundenen weiteren Erschwerung der Nachprüfbarkeit.
- (ee) Die von Black und Littermann vorgenommene Weiterentwicklung der von Markowitz vorgestellten Portfoliotheorie kann nicht als zur selbständigen Unternehmensbewertung geeignet angesehen werden. In diesem Modell wird versucht, die Eigenkapitalrenditen unabhängig von Vergangenheitsdaten auf Basis individueller Investorenerwartungen zu berechnen. Dieses Modell beruht letztlich darauf, dass Wertpapiere zueinander in Relation bewertet werden, weshalb eine direkte Unternehmensbewertung durch



dieses Modell gerade nicht möglich ist. Auch wenn es einen theoretisch fundierten Ansatz darstellt, ist dessen Tauglichkeit für Zwecke der Unternehmensbewertung aufgrund der hohen Anforderungen und vieler in der Fachliteratur noch nicht eindeutig definierter Modellkomponenten nicht zu bejahen.

- (ff) Angesichts seiner hohen Komplexität ist auch das intertemporale CAPM von Merton noch weitaus schwieriger umzusetzen als die Arbitrage Pricing Theorie, weshalb es gleichfalls für eine objektivierte Unternehmensbewertung nicht in Frage kommt.
 - (gg) Die im Zähler des Bewertungskalküls ansetzende Sicherheitsäquivalenzmethode scheitert daran, dass sich die diesem Ansatz zugrunde liegenden und zwingend notwendigen Risikonutzenfunktionen weder zuverlässig ermitteln noch intersubjektiv nachprüfen lassen.
- (3) In der Ewigen Rente war ein Wachstumsabschlag von 1 % anzusetzen.
- (a) Mit dem Wachstumsabschlag wird zugunsten des Aktionärs berücksichtigt, dass sich die Geldentwertung bei festverzinslichen Anleihen stärker auswirkt als bei einer Unternehmensbeteiligung. Das Unternehmen hat in der Regel die Möglichkeit, die Geldentwertung zumindest zu einem Teil durch Preiserhöhungen aufzufangen, während die Anleihe ohne Inflationsausgleich zum Nominalwert zurückgezahlt wird. Die Höhe des festzusetzenden Abschlages ist dabei abhängig von den Umständen des Einzelfalles. Maßgeblich ist vor allem, ob und in welcher Weise Unternehmen die erwarteten Preissteigerungen an die Kunden



weitergeben können; daneben sind aber auch sonstige prognostizierte Margen und Strukturänderungen zu berücksichtigen (vgl. OLG Stuttgart AG 2007, 596, 599; NZG 2007, 302, 307; AG 2008, 783, 788 f.; OLG München WM 2009, 1848, 1851 = ZIP 2009, 2339, 2342; OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227).

- (b) Allerdings kann nicht ausschließlich auf dieses inflationsbedingte Wachstum abgestellt werden; vielmehr müssen auch auf die Folgen der Thesaurierung in die Betrachtung einfließen. Der Ansatz thesaurierungsbedingten Wachstums ist angesichts der Aufgabe der Vollausschüttungshypothese notwendig. Durch die Berücksichtigung der Thesaurierung in der Ewigen Rente kann reales Wachstum begründet werden. Dabei muss insbesondere gesehen werden, dass die früher der Unternehmensbewertung zugrunde gelegte Vollausschüttungshypothese den Realitäten nicht entsprochen hat, sodass der Ansatz von Thesaurierung und demgemäß auch von thesaurierungsbedingten Wachstum in der Ewigen Rente als sachgerecht und zutreffend bezeichnet werden muss.
- (c) Die Annahme einer inflationsinduzierten Zunahme von 1 % der Geschäftstätigkeit ist realistisch. Diese Umsätze erfordern es eine Thesaurierung in einem Maße, dass der Verschuldungsgrad in der Ewigen Rente konstant bleibt. Für diese wachstumsbedingte Thesaurierung muss ein Betrag von 1 % des zum Ende des Detailplanungszeitraums vorhandenen bilanziellen Eigenkapitals in die Bewertung eingestellt werden; dies waren bei der Knürr AG 390.000,--.

Die wertsteigernde Thesaurierung lag mit 68,5 % sogar oberhalb der empirische ermittelten Bandbreite von üblicherweise zwischen 30 % und 60 % und impliziert ein Gewinnwachstum



von 6,76 % pro Jahr, das neben das inflationsinduzierte Wachstum tritt. Demgemäß kann bei Annahme eines Wachstumsabschlages von 1 % nicht von einem realen Schrumpfen der Gesellschaft ausgegangen werden.

Diesem Ansatz können namentlich nicht die in der Dissertation von Bork niedergelegten Erkenntnisse entgegengehalten werden, wie im Ergänzungsgutachten über-zeugend dargelegt hat. Dieser Arbeit ist nämlich nicht zu entnehmen, inwieweit der Umstand von Gewinnsteigerungen auch zu Wertsteigerungen des Unternehmens führt. Der auf Zahlen der Deutschen Bundesbank mit der Entwicklung des bilanziellen Eigenkapitals beruhenden Aufstellung ist zu entnehmen, dass das bilanzielle Eigenkapital stärker wuchs als die Gewinne; Ursachen für diese Entwicklung können der Zahlenreihe indes nicht entnommen werden. Das Gewinnwachstum der Vergangenheit konnte nicht kostenlos erfolgen, sondern erforderte Thesaurierungen. Dann aber bestätigen die Zahlen aus der Arbeit von Bork die Feststellungen der gerichtlich bestellten Sachverständigen – je höher das Wachstum, desto geringer ist der ausschüttungsfähige Teil der Ergebnisse. Auch aus der Studie von Kreuzmann lässt sich erkennen, dass die Ergebnisse wachsen und das bilanzielle Eigenkapital stärker mitwächst. Allerdings kann ihr nicht entnommen werden, inwieweit dies tatsächlich eine Wertsteigerung nach sich zieht.

Der so ermittelte Barwert zum 31.12.2005 beträgt € 30,036 Mio. und ist auf den Stichtag der Hauptversammlung aufzuzinsen, so dass der Ertragswert der Knürr AG zum 22.6.2006 € 31,573 Mio. beträgt.



c. Zu diesem Wert müssen die Sonderwerte und – sofern vorhanden – nicht betriebsnotwendiges Vermögen hinzuaddiert werden. Vorliegend war dabei nur der Wert der steuerlichen Verlustvorträge zu berücksichtigen.

- (1) Die steuerlichen Verlustvorträge sind in Höhe von € 8,085 Mio. als Sonderwert zu berücksichtigen. Ihr Wert resultiert aus dem nicht entstehenden Steueraufwand und den dadurch erhöhten Cash flows. Daher müssen sie als Wertfaktor abgebildet werden. Ihr Wert ergibt sich aus den nicht entstehenden Steueraufwand; er wird dergestalt ermittelt, dass für die entsprechenden Planjahre eine Steuerersparnis eintritt (vgl. OLG Stuttgart NZG 2004, 463, 471 = AG 2004, 271, 276 = ZIP 2004, 1145, 1153; Wollny, Der objektivierete Unternehmenswert, a.a.O., S. 286 und 290).

Beim Wert der steuerlichen Verlustvorträge ist somit die in den jeweiligen Jahren bis zum Verbrauch des jeweiligen Verlustvortrages erzielte Steuerersparnis abzüglich persönlicher Einkommensteuer anzusetzen. Die gewerbe- und körperschaftsteuerlichen Verlustvorträge in Höhe von € 15,1 Mio. bzw. € 25,9 Mio. aus dem Organkreis der Knürr AG sowie von € 21,2 Mio. für die ausländischen Tochtergesellschaften ergeben einen Wertbeitrag zum 31.12.2005 von € 6,2 Mio.. Die Aufzinsung musste mit den Kapitalkosten vor Wachstumsabschlag für die Jahre 2010 ff. erfolgen, woraus sich dann ein im Vergleich zum Bewertungsgutachten von erhöhter Betrag von € 8,165 Mio. ergibt. Bei der Diskontierung mussten die um die persönlichen Ertragsteuern verminderten Kapitalkosten angesetzt werden. Bei einer unmittelbaren Erfassung der Verlustvorträge im Bewertungsmodell führt eine Verminderung der Gewerbe- und Körperschaftsteuerzahllast zu höheren Nettoausschüttungen an die Anteilseigner, was wiederum zu einer höheren Einkommenssteuerbelastung führt. Auch bei einer unmittelbaren Erfassung der Verlustvorträge werden die zu kapitalisierenden Ergebnisse mit einem um die persönliche Einkommensteuer verminderten Kapitalisierungszinssatz



abgezinst. Damit aber steht der Ansatz in Einklang mit den Grundsätzen der Unternehmensbewertung, bei der persönliche Ertragssteuer berücksichtigt werden müssen.

- (2) Weitere Sonderwerte mussten dagegen nicht in die Bewertung einfließen.
 - (a) Die im Jahresabschluss zum 31.12.2005 ausgewiesenen liquiden Mittel in Höhe von € 5,5 Mio. waren in voller Höhe betriebsnotwendig. Zum 30.9.2006 – also nur etwas mehr als drei Monate nach dem Stichtag – hatten sich die liquiden Mittel entsprechend den Angaben aus der Konzernbilanzierung auf € 3,7 Mio. verringert. Die gerichtlich bestellten Sachverständigen verwiesen zur Begründung dieses Umstands vor allem auf die um den Stichtag der Bewertung und auch davor äußerst angespannte Liquiditätslage der Gesellschaft; gerade hinsichtlich der Liquidität befand sich die Knürr AG in erheblichen Schwierigkeiten. Zudem konnte angesichts der nicht unerheblichen handelsrechtlichen Verlustvorräte die zum 31.12.2005 vorhandenen liquiden Mittel nicht ausgeschüttet werden.
 - (b) Teile des gezeichneten Kapitals, der Kapitalrücklage und der Gewinnrücklagen mussten nicht als Sonderwert oder nicht betriebsnotwendiges Vermögen in die Bewertung einfließen. Das Eigenkapital stellt sich als Saldo aus Vermögen und Schulden dar und kann folglich keinen eigenen Vermögenswert darstellen.
 - (c) Die Aktivierung eines Körperschaftsteuerguthabens war zum Stichtag nicht möglich, weil diese Möglichkeit erst durch das Gesetz über steuerliche Begleitmaßnahmen zur Einführung der Europäischen Gesellschaft und zur Änderung weiterer steuerrechtlicher Maßnahmen am 24.11.2006 beschlossen und am



13.12.2006 in Kraft getreten ist. Dann aber war diese Möglichkeit zum Stichtag noch nicht in der Wurzel angelegt und durfte folglich keine Berücksichtigung finden.

Somit ergibt sich der Unternehmenswert der Knürr AG folgendermaßen:

Anlage 2

Knürr AG: BEWERTUNG	2006	2007	2008	2009	2010ff.
	T€	T€	T€	T€	T€
Umsatzerlöse	141.693	154.195	166.381	165.353	152.685
Sonstige betriebliche Erträge	1.051	1.060	1.050	1.050	1.081
Materialaufwand	-70.102	-75.124	-81.986	-81.852	-77.070
Roherttrag	72.642	80.131	85.445	84.551	76.696
Personalaufwand	-40.849	-43.596	-45.356	-45.168	-44.135
Abschreibungen	-3.504	-3.339	-3.099	-3.374	-3.408
Sonstige betriebliche Aufwendungen	-20.678	-22.278	-21.978	-21.915	-21.551
Ergebnis vor Zinsen und Steuern (EBIT)	7.611	10.918	15.012	14.094	7.602
Ergebnis vor Steuern	5.552	8.904	13.224	12.697	6.447
Ergebnis nach Unternehmenssteuern (EAT)	3.500	5.721	8.590	8.283	4.179
-Thesaurierung	-3.500	-5.721	-8.590	-5.674	-2.473
-Thesaurierung: zur Finanzierung des inflationsbedingten Wachstums					-390
Dividenden (Ausschüttungsquote 31,5% des EAT)	0	0	0	2.609	1.316
Typisierte Einkommensteuer (17,5%)				-457	-230
Entziehbarer Überschuss nach persönlichen Steuer	0	0	0	2.152	1.086
+ Ausschüttung des Kapitalzuwachs aus Thesaurierung					2.473
Zu kapitalisierendes Ergebnis	0	0	0	2.152	3.559
	2006	2007	2008	2009	2010ff.
Basiszins	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%	4,00%
Typisierte Einkommensteuer (35%)	-1,4%	-1,4%	-1,4%	-1,4%	-1,4%
Basiszins nach persönlicher Steuer	2,60%	2,60%	2,60%	2,60%	2,60%
Nachsteuer-Marktrisikoprämie	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%
unverschuldeter Betafaktor	1,07	1,07	1,07	1,07	1,07
Fremdkapital ohne Genussrechtskapital	31.719	30.786	31.913	26.367	19.270
Eigenkapital ohne Verlustvortrag	30.036	33.370	36.942	40.832	42.715
Wert Verlustvortrag	7.700	8.484	9.350	10.289	9.496
Verschuldungsgrad	0,84	0,74	0,69	0,52	0,37
Verschuldeter Betafaktor	1,70	1,62	1,59	- 1,46	1,35
Nachsteuer-Risikozuschlag	8,50%	8,10%	7,93%	7,28%	6,73%
Nachsteuer Kapitalisierungszins	11,10%	10,70%	10,53%	9,88%	9,33%
Wachstumsabschlag					-1,00%
Nachsteuer Kapitalisierungszins (nach Wachstum)	11,10%	10,70%	10,53%	9,88%	8,33%
Barwertfaktor 31.12.2005	0,90	0,81	0,74	0,67	8,03
Barwerte	0	0	0	1.441	28.595
Ertragswert per 31.12.2005	30.036				
Ertragswert per 22.06.2006	31.573				
Barwert Verlustvorträge	8.085				
Unternehmenswert in T€	39.657				
Anzahl ausgegebene Stammaktien	236.500				
Anzahl ausgegebene Vorzugsaktien	236.500				
Gesamt	473.000				
Wert je Aktie (einheitlich) in €	83,84				



- d. Der so ermittelte Wert von € 39,687 Mio. ist zu gleichen Teilen auf die Stamm- und Vorzugsaktien aufzuteilen, woraus sich dann eine angemessene Barabfindung in Höhe von € 83,84 je Aktie ergibt.

Auszugehen ist dabei vom Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre, wie er in § 53a AktG normiert ist. Eine Schlechterstellung der Vorzugsaktionäre im Vergleich zu den Stammaktien lässt sich nicht rechtfertigen. Dabei kann sich die Minderbewertung der Vorzugsaktie nicht schon aus dem fehlenden Stimmrecht ergeben und trotz der Gewährung von Mehr- oder Vorzugsdividenden an der Börse niedriger notieren. Vorliegend war die Situation indes so, dass das Stimmrecht zum maßgeblichen Zeitpunkt des Jahresabschlusses 31.12.2005 gerade nicht fehlte. Es war wegen der Nichtzahlung der Dividende aufgrund von § 140 Abs. 2 AktG wieder aufgelebt. Dann aber ist es nicht gerechtfertigt, zwischen den beiden Aktien eine Unterscheidung bei der Wertfestsetzung vorzunehmen (vgl. OLG Karlsruhe NZG 2006, 670 f. = AG 2006, 463 f.; auch OLG Düsseldorf, Beschluss vom 6.4.2011, Az. 26 W 2/06 (AktG); a.A. OLG Düsseldorf WM 2009, 2220, 2227; Hachmeister/Ruthardt BB 2014, 427 ff.). Zudem hat die Kammer im vorliegenden Fall erhebliche Bedenken, aus den unterschiedlichen Börsenkursen die Differenzierung abzuleiten, wenn die Antragsgegnerin vorträgt, diese können wegen der zu beobachtenden Marktenge als Untergrenze für die Barabfindung nicht herangezogen werden.

Vorliegend kann nicht davon ausgegangen werden, eine Erhöhung der Barabfindung für die Stammaktien müsse unterbleiben, weil der Erhöhungsbetrag zu gering sei. Zwar wird allgemein davon ausgegangen, dass innerhalb einer Bagatellgrenze wegen der Unmöglichkeit der mathematisch exakten Ermittlung des Unternehmenswertes eine Anpassung nicht erfolgen dürfe (vgl. nur OLG München AG 2012, 749, 750). Diese Grundsätze können hier indes keine Gültigkeit beanspruchen, weil die angebotene Barabfindung von € 82,-- je Stammaktie nicht auf einer zum Stichtag der Hauptversammlung erfolgten Ermittlung des Unternehmens-



wertes beruhte. Dann aber ist es nicht gerechtfertigt, eine Erhöhung abzulehnen, nur weil diese ca. 2,25 % beträgt.

- e. Die durchgeführte Beweisaufnahme durch Einschaltung von
sowie die Anhörung der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer haben zu diesem für die Kammer überzeugenden Ergebnis geführt.

(1) Das Gericht hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der verwertbaren Feststellungen der gerichtlich bestellten Sachverständigen.

- (a) Die Erkenntnisse der Sachverständigen sind verwertbar. Allein aus dem Umstand, dass der gerichtlich bestellte Sachverständige die Beteiligten mit Schreiben vom 23.8.2011 um einen Verzicht hinsichtlich einer Teilnahme an einem Ortstermin in München gebeten hatte, ergibt sich kein Verstoß gegen den Grundsatz der Parteiöffentlichkeit, wie er in §§ 17 Abs. 1 SpruchG, 15 Abs. 1 FGG, 357 ZPO niedergelegt ist. Die Bitte um Verzicht führt noch nicht dazu, dass der Sachverständige den Antragstellern die Teilnahme nicht ermöglicht hätte. Die Ortstermine in München am 19.4. und 20.4.2012 dienten insbesondere dazu, Einblicke in das Bewertungsmodell der zu nehmen. Zudem nannte dem Verantwortlichen der Knürr GmbH eine Reihe weiterer benötigter Unterlagen und Informationen. An diesem Termin nahmen Vertreter der Antragsgegnerin – nicht teil. Daher wurde auch nicht gegen den Gleichbehandlungsgrundsatz verstoßen. Die Verfahrensbevollmächtigte der Antragsgegnerin nahm diesen Termin gleichfalls nicht wahr. Vielmehr war es von in München.



Der Umstand, dass die Sachverständigen nicht alle Unterlagen erhalten konnten, die sie für wünschenswert erachtet hatten, führt nicht zu einer Änderung des Ergebnisses der Beweisaufnahme. Zwar trifft die Gesellschaft eine Mitwirkungspflicht in Spruchverfahren, der sie allerdings nur im Rahmen des ihr Möglichen nachkommen kann. Nur wenn dies nicht geschieht, werden für die Antragsteller Beweiserleichterungen dergestalt in Betracht kommen, dass die Ansätze aus den Bewertungsrügen zugrunde gelegt werden können, die vom Sachverständigen unter Berücksichtigung der ihm offenstehenden Erkenntnismöglichkeiten als plausibel bezeichnet werden können. Eine derartige Situation lässt sich hier indes nicht annehmen. Die Sachverständigen haben in Auswertung der ihnen vorgelegten Unterlagen, unter denen sich auch die zeitnah zum Bewertungsstichtag erstellten Arbeitspapiere der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft befanden, auf denen das Gutachten für den Übertragungsbericht beruhte, ausgewertet. Daraus haben sie nachvollziehbar abgeleitet, dass die Planannahmen sehr optimistisch waren für die Detailplanungsphase. Dann aber kann nicht davon ausgegangen werden, dass die Erkenntnisse unplausibel sind.

Die fehlenden Unterlagen können nicht zu einer grundlegenden fehlenden Nachvollziehbarkeit der Planung führen. Die fehlende Umsatzstruktur wäre vor allem für die Vergleichbarkeit der in der Peer Group aufgeführten Unternehmen hilfreich gewesen. Wenigstens aber konnten die gerichtlich bestellten Sachverständigen anhand der von den Abfindungsprüfern als sehr sorgfältig beschriebenen Peer Group Analyse von die Peer Group als durchaus geeignet bezeichnen.

Vor allem aber muss letztlich auch hier berücksichtigt werden, dass sich bei Vorlage weiterer von



als wünschenswert beschriebenen Unterlagen ein exakter Unternehmenswert nicht ermitteln ließe, sondern das Gericht stets auf eine Schätzung gemäß § 287 ZPO angewiesen ist.

- (b) Das Gericht hat keinen Zweifel an der Richtigkeit der Feststellungen der gerichtlich bestellten Sachverständigen. Sie haben ihre Gutachten unter Zugrundelegung zutreffender und – wie soeben ausgeführt – von ihrer Aussagekraft ausreichender Anknüpfungstatsachen erstellt. Dabei haben sie ihre Erkenntnisse widerspruchsfrei und nachvollziehbar begründet. Bei der Würdigung der Gutachten und der Feststellungen im Termin vom 21.11.2013 muss vor allem gesehen werden, dass sie weder der einen noch der anderen Seite vorbehaltlos in deren jeweiliger Argumentation und in deren Schlussfolgerungen folgte. Auch wenn unter Berücksichtigung der rechtlichen Vorgaben der Planungsüberprüfung in die Planung des Vorstandes nicht eingegriffen haben, nahmen sie werterhöhende Korrekturen beim Kapitalisierungszinssatz vor, die sich auch bei den steuerlichen Verlustvorträgen auswirkten. Die Kammer hat keine Zweifel an der Kompetenz der Sachverständigen zur Beurteilung der ihnen gestellten Fragestellungen.
- (2) Die Angaben der Abfindungsprüfer in der mündlichen Verhandlung vom 4.2.2010 gerade zu den Ansätzen bei der EBIT-Marge zur Methodenwahl im Rahmen der Gewinn- und Verlust-Rechnung sowie auch zu Fragen der Marktentwicklung sowie zu den Abschreibungen können der Entscheidung gleichfalls zugrunde gelegt werden, ohne dass darüber hinaus die gerichtlich bestellten Sachverständigen hierzu hätten beauftragt werden müssen.



Die Einschaltung eines vom Gericht bestellten sachverständigen Prüfers im Vorfeld der Strukturmaßnahmen soll dem präventiven Schutz der Anteilseigner im Spruchverfahren dienen; deshalb kann sein Prüfungsbericht zusammen mit dem Ergebnis einer auf § 8 Abs. 2 SpruchG gestützten Anhörung im gerichtlichen Verfahren berücksichtigt werden. Im Übrigen haftet der sachverständige Prüfer nach §§ 293 d Abs. 2 AktG, 323 HGB auch gegenüber den Anteilsinhabern. Gerade durch die Verweisung auf die für Abschlussprüfer geltenden Bestimmungen der §§ 319 Abs. 1 bis Abs. 3, 323 HGB ist die Unabhängigkeit des Prüfers sichergestellt. Der Umstand der Parallelprüfung, also der Prüfung zeitgleich mit dem Erstellen des Berichts des Hauptaktionärs, vermag an der Unabhängigkeit der Prüfung nichts zu ändern und begründet für sich genommen keine Zweifel an der Unparteilichkeit und Unvoreingenommenheit des vom Gericht bestellten Prüfers (vgl. OLG München ZIP 2007, 375, 377 f.; OLG Stuttgart AG 2007, 128, 129 f.; LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11, S. 38 f.; Beschluss vom 28.6.2013, Az. 5HK O 18685/11; Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., § 8 Rdn. 21; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., § 8 SpruchG Rdn. 6). Der Vertragsprüfer konnte die Bedenken gegen die Plausibilität dieser Planannahmen überzeugend ausräumen.

Der Verwertbarkeit der Ausführungen der Abfindungsprüfer lässt sich namentlich auch nicht der von einigen Antragstellern vorgebrachte Ansatz entgegenhalten, der Prüfungsbericht entspreche nicht den gesetzlichen Anforderungen. Dieser ohnehin nicht näher begründete Vortrag ist nämlich nicht zutreffend. Der Prüfungsbericht entspricht den Anforderungen, die § 327 c Abs. 2 AktG an ihn stellt. Durch ihn soll jeder Minderheitsaktionär in die Lage versetzt werden, die Berechnung des Schwellenwerts als wesentliche Voraussetzung des Squeeze out und vor allem auch die der Festlegung der Barabfindung zugrunde liegenden Überlegungen nachzuvollziehen (vgl. BT-



Drucks. 14/7034, S. 73; BGH NZG 2006, 905, 906 f. = AG 2006, 887, 889 = ZIP 2006, 2080, 2083 = DB 2005, 2506, 2508 = DB 2543, 2545 = NJW-RR 2007, 99, 100; LG München I AG 2009, 632, 634 = Der Konzern 2009, 364, 369). Gemessen an diesen Grundsätzen enthält der Prüfungsbericht eine Vielzahl von Darlegungen, aus denen die Aktionäre Rückschlüsse ziehen können, ob die der Ermittlung des Ertragswerts zugrunde gelegte Planung plausibel ist oder nicht. Zudem haben die Antragsteller als ehemalige Aktionäre eine Vielzahl von Rügen erheben können, die auf Ausführungen in dem Prüfungsbericht abgeleitet waren – auch dies zeigt, dass er den an seine Tiefe zu stellenden Anforderungen gerecht wurde.

Zudem kann auch für die Würdigung der Erkenntnisse der Abfindungsprüfer bei ihrer Anhörung nicht außer Betracht bleiben, dass sie vom gerichtlich bestellten Sachverständigen, soweit dieser im Rahmen der von ihm erörterten Beweisthemen von Bedeutung waren – bestätigt wurden.

Angesichts dessen macht sich das Gericht die Erkenntnisse der gerichtlich bestellten Sachverständigen sowie die Aussagen der Abfindungsprüfer im Termin ihrer Anhörung nach nochmaliger Überprüfung und Würdigung in vollem Umfang zu Eigen.

2. Eine höhere Barabfindung lässt sich nicht aus anderen Bewertungsparametern ableiten.
 - a. Der Börsenkurs führt nicht zu einer höheren Barabfindung.

Nach der Rechtsprechung insbesondere auch des Bundesverfassungsgerichts ist bei der Bemessung der Barabfindung nicht nur der nach betriebswirtschaftlichen Methoden zu ermittelnde Wert der quotalen Unternehmensbeteiligung, sondern als Untergrenze der Abfindung wegen der



Wertung des Eigentumsschutzes aus Art. 14 Abs. 1 Satz 1 GG der Börsenwert zu berücksichtigen (vgl. BVerfGE 100, 289, 305 ff. = NJW 1999, 3769, 3771 ff. = NZG 1999, 931, 932 f. = AG 1999, 566, 568 f. = ZIP 1999, 1436, 1441 ff. = WM 1999, 1666, 1669 ff. = DB 1999, 1693, 1695 ff. = BB 1999, 1778, 1781 f. – DAT/Altana; BVerfG WM 2007, 73 = ZIP 2007, 175, 176 = AG 2007, 119 f.; BGH NJW 2010, 2657, 2658 = WM 2010, 1471, 1473 = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 = NZG 2010, 939, 940 f. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 = Der Konzern 2010, 499, 501 – Stollwerck; OLG München AG 2007, 246, 247; OLG Frankfurt AG 2012, 513, 514; Hüffer, AktG, a.a.O., Rdn. 5 zu § 327 b und Rdn. 24 c zu § 305; Schnorbus in: Schmidt/Lutter, AktG, 2. Aufl., Rdn. 3 zu § 327 b; Habersack in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., Rdn. 9 zu § 327 b; Simon/Leverkus in: Simon, SpruchG, a.a.O., Anh § 11 Rdn. 197 f.; Meilicke in: Heidel, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl., Rdn. 36 zu § 305 AktG).

- (1) Der BGH geht nunmehr in Übereinstimmung mit der überwiegend vertretenen Ansicht in Rechtsprechung und Literatur und unter teilweiser Aufgabe seiner früher vertretenen Auffassung mit Beschluss vom 19.7.2010, Az. II ZB 18/09 (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2658 ff. = WM 2010, 1471, 1472 ff. = ZIP 2010, 1487, 1488 f. = AG 2010, 629, 630 ff. = NZG 2010, 939, 941 ff. = DB 2010, 1693, 1694 f. = BB 2010, 1941, 1942 ff. = Der Konzern 2010, 499, 501 ff. – Stollwerck; bestätigt durch BGH AG 2011, 590 f. = ZIP 2011, 1708 f.; ebenso OLG Stuttgart ZIP 2007, 530, 532 ff. = AG 2007, 209, 210 ff. = NZG 2007, 302, 304 ff. – DaimlerChrysler; ZIP 2010, 274, 277 ff.; OLG Düsseldorf ZIP 2009, 2055, 2056 ff. = WM 2009, 2271, 2272 ff.; Der Konzern 2010, 519, 522; OLG Frankfurt NZG 2010, 664; AG 2012, 513, 514; Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., Rdn. 88 f. zu § 305; Hüffer, AktG, a.a.O., Rdn. 24 e zu § 305; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., Rdn. 46 und 46 a zu § 305; Tonner in: Festschrift Karsten



Schmidt, 2009, S. 1581, 1597 ff.) davon aus, der einer angemessenen Abfindung zugrunde zu legende Börsenwert der Aktie müsse grundsätzlich aufgrund eines nach Umsatz gewichteten Durchschnittskurses innerhalb einer dreimonatigen Referenzperiode vor der Bekanntmachung einer Strukturmaßnahme ermittelt werden. Zur Begründung verweist der BGH zunächst darauf, die Bezugnahme in § 327 b Abs. 1 Satz 1 2. Hs. AktG auf die Verhältnisse der Gesellschaft im Zeitpunkt der Hauptversammlung bedeute nicht, dass für die Wertfeststellung zwingend auf diesen Stichtag abzustellen sei. Es müsse vielmehr unterschieden werden zwischen dem Zeitpunkt, auf den sich die Wertermittlung beziehen muss und dem Zeitpunkt oder Zeitraum, aus dem die Daten für die Wertermittlung gewonnen werden müssen. Auch bei der Ermittlung des quotalen Anteilswerts mit Hilfe fundamentalanalytischer Daten werden vielfach die Werte für den Zeitpunkt der Hauptversammlung aus vergangenen Daten auf den Tag der Hauptversammlung durch Aufzinsung hochgerechnet. Daher könne als Referenzzeitraum auch ein anderer Zeitraum als gerade der vor der Hauptversammlung gewählt werden, wenn dieser besser geeignet sei, den Börsenwert bei einer freien Deinvestitionsentscheidung abzubilden. Dabei ist nach der Auffassung des BGH der Zeitraum der letzten drei Monate vor der Bekanntmachung besser geeignet, den Verkehrswert der Aktie zu bestimmen, solange die Kapitalmarktforschung keine noch besser geeigneten Anhaltspunkte entwickelt hat. Der BGH begründet dies vor allem damit, dass der Börsenkurs im Zeitraum vor der Hauptversammlung regelmäßig von den erwarteten Abfindungswerten wesentlich bestimmt werde und mit einer auf den Tag der Hauptversammlung abzielenden Referenzperiode nicht mehr der Verkehrswert der Aktie entgolten werde. Von der Mitteilung der angebotenen Abfindung an – also spätestens mit der Einberufung der Hauptversammlung, die in aller Regel während des Drei-Monats-Zeitraums liegt – nähere sich der Börsenwert dem angekündigten Abfindungswert an; dabei werde dieser in der Erwar-



tung eines Aufschlags im Spruchverfahren oder auch schon in einem Anfechtungsverfahren häufig (leicht) überschritten. Der angebotene Preis wird in jedem Fall erreicht – ungewiss ist nach der zutreffenden Einschätzung des BGH lediglich, ob und in welcher Höhe im Spruchverfahren oder bereits im Anfechtungsprozess ein Aufschlag durchgesetzt werden kann. Angesichts der Regelung der Anfechtungsbefugnis in § 245 Nr. 1 AktG beginne eine Spekulation auf den Lästigkeitswert bereits mit der Bekanntgabe der Maßnahme. Wenn diese Zeiten in die Referenzperiode einbezogen würden, spiegelt nach der Einschätzung des BGH der ermittelte Börsenkurs nicht mehr den Preis wider, den der Aktionär ohne die entschädigungspflichtige Intervention des Hauptaktionärs oder die Strukturmaßnahme erlöst hätte und der sich aus Angebot und Nachfrage unter dem Gesichtspunkt des vom Markt erwarteten Unternehmenswertes bilde, sondern den Preis, der gerade wegen der Strukturmaßnahme erzielt werden könne. Die Entwicklung eines höheren Börsenkurses habe ihre Ursache dann in der durch die Strukturmaßnahme geweckten besonderen Nachfrage, allerdings nicht in Kursmanipulationen seitens einzelner Minderheitsaktionäre. Diese Nachfrage hat danach indes nichts mit dem Verkehrswert der Aktie zu tun, mit dem der Aktionär für den Verlust des Aktieneigentums so entschädigt werden soll, als ob es nicht zur Strukturmaßnahme gekommen wäre.

Zudem argumentiert der BGH, Informationspflichten insbesondere nach § 15 WpHG wirken einer verzögerten Bekanntgabe und einer verdeckten Abfindungswertspekulation entgegen. Auch stimme dieser Zeitpunkt mit der Einschätzung des Verordnungsgebers in § 5 Abs. 1 WpÜG-AngVO überein, wonach ein Referenzzeitraum vor Bekanntgabe des zur Abfindung führenden Vorgangs den Börsenkurs richtig abbilde. § 5 Abs. 1 WpÜG-AngVO legt dabei einen Referenzzeitraum vor Bekanntwerden der Kontrollerlangung im Sinne des § 35 Abs. 1 Satz 1 WpÜG zugrunde, nicht aber den Zeitraum



zwischen Kontrollerlangung und Bekanntgabe der Höhe des Pflichtangebots.

Die Orientierung des Referenzzeitraums am Tag der Bekanntmachung trage auch dem Umstand Rechnung, dass der Abfindungsvorschlag nach §§ 327 c Abs. 1 Nr. 2, Abs. 2 Satz 1, Absatz 3 Nr. 4, 327 b Abs. 3, 327 d AktG vor der Hauptversammlung bekannt zu geben ist. Der Wert, der sich bei einem dreimonatigen Referenzzeitraum vor dem Beschluss der Hauptversammlung errechnet, ist zum Zeitpunkt der Bekanntgabe der Einberufung weder bekannt noch vorhersehbar; dagegen könne der nach Umsätzen gewichtete Durchschnittskurs für drei Monate vor Bekanntgabe der Maßnahme bis zur Mitteilung des Abfindungsangebotes ermittelt und bei der Entscheidung über die Höhe des Abfindungsangebots berücksichtigt werden. Weiterhin weist der BGH darauf hin, dass der Hauptaktionär den Zeitpunkt des Verlangens nach §§ 327 a ff. AktG frei bestimmen könne und der Schutz der Minderheitsaktionäre vor Manipulationen durch den Hauptaktionär dadurch erreicht werde, dass die Barabfindung niemals geringer sein könne als der Anteil der Minderheitsaktionäre am Unternehmenswert.

Die Kammer folgt nunmehr dieser geänderten höchstrichterlichen Rechtsprechung im Gegensatz zu ihrer früher vertretenen Auffassung (vgl. bereits LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09; Beschluss vom 29.6.2011, Az. 5HK O 6138/11; Beschluss vom 14.11.2013, Az. 5HK O 2665/12).

- (2) Eine Ausnahme von diesem Grundsatz der Anknüpfung an den Referenzzeitraum vor der Bekanntgabe des Abfindungsverlangens kann vorliegend nicht bejaht werden. Zwischen der Bekanntgabe der Maßnahme und deren Umsetzung liegt kein längerer Zeitraum, angesichts dessen eine Anpassung der Börsenkurse an die mit der Bekanntgabe der Maßnahme eingetretene Entwicklung erforderlich wäre (vgl. BGH NJW 2010, 2657, 2660 = WM 2010, 1471, 1475 = ZIP



2010, 1487, 1491 = AG 2010, 629, 632 = NZG 2010, 939, 942 = DB 2010, 1693, 1697 = BB 2010, 1941, 1944 = Der Konzern 2010, 499, 503 – Stollwerck). Die Bekanntgabe des geplanten Squeeze out erfolgte mittels Ad hoc-Mitteilung am 10.2.2006. Die Hauptversammlung der Knürr AG fand am 22.6.2006 statt, so dass zwischen den beiden Zeitpunkten ein Zeitraum von etwas mehr als vier Monaten lag. Angesichts des Erfordernisses der Ermittlung des Unternehmenswertes einschließlich der Prüfung der Höhe der ermittelten Abfindung durch den gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer sowie des weiteren Erfordernisses der Einhaltung der Einberufungsfrist zu der Hauptversammlung einer börsennotierten Aktiengesellschaft liegt der hier gegebene Zeitrahmen von knapp vier Monaten am unteren Rand dessen, was realistischere – auch aus der Erfahrung der erkennenden Kammer – als erforderliche Zeitspanne zwischen Bekanntgabe des Abfindungsverlangens und der beschließenden Hauptversammlung angenommen werden kann (vgl. hierzu Hasselbach/Ebbinghaus Der Konzern 2010, 467, 473; Zeeck/Reichard AG 2010, 699, 705; Neumann/Ogorek DB 2010, 1869, 1871; Decher ZIP 2010, 1673, 1675 f.).

- (3) Vorliegend lag der durchschnittliche Börsenkurs im Zeitraum von drei Monaten vor der Bekanntgabe der Strukturmaßnahme am 10.2.2006 mittels ad hoc-Mitteilung bei € 76,30 pro Stammaktie und bei € 53,25 je Vorzugsaktie. Dies liegt jeweils unter der angemessenen Barabfindung von € 83,84 je Stamm- und je Vorzugsaktie. Auf die Frage der Markteinge kann es daher nicht entscheidungserheblich ankommen.

b. Der Liquidationswert führt gleichfalls nicht zu einer weiteren Erhöhung der angemessenen Barabfindung.

- (1) Der Liquidationswert stellt sich als Barwert der Nettoerlöse aus dem Verkauf aller Gegenstände des Unternehmens dar, wenn also Vorrä-



te, Maschinen, Patente, Marken, Gebäude oder Grundstücke veräußert werden; sodann sind die Schulden, Liquidationskosten und eventuell anfallende Ertragssteuern abzuziehen (vgl. LG München I, Beschluss vom 29.6.2012, Az. 5HK O 6138/11). In Rechtsprechung und Literatur wird bereits vielfach die Auffassung vertreten, der Liquidationswert gelange dann überhaupt nicht zur Anwendung, wenn eine Fortführung des Unternehmens geplant ist und nicht deren Liquidation und wenn keine finanzielle Notwendigkeit besteht, den Betrieb ganz oder teilweise aufzulösen, die Betriebsfortführung wirtschaftlich nicht untervertretbar ist und der Unternehmer dem Anspruchsgegner auch nicht zur Betriebsliquidation verpflichtet war (vgl. OLG Düsseldorf ZIP 2004, 753, 757 f. = NZG 2005, 280, 284 = AG 2004, 324, 327 f.; Riegger in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Anh. § 11 SpruchG Rdn. 82; a.A. BayObLG NJW-RR 1997, 34, 35 = AG 1995, 509, 510; Hannes in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 1139). Dabei sprechen gute Gründe für die letztgenannte Auffassung, weil bei nicht geplanter Liquidation der Liquidationswert rein hypothetisch wäre und der Aktionär keine Aussicht auf die Realisierung des Liquidationswerts hätte, wenn es nicht zu der Strukturmaßnahme gekommen wäre.

- (2) Allerdings muss die Kammer diese Streitfrage vorliegend nicht abschließend entscheiden. Die Abfindungsprüfer führten auf Seite 6 ihres Prüfungsberichts aus, eine überschlägige Prüfung des Liquidationswertes habe einen deutlich niedrigeren Wert in Relation zu dem über die Ertragswertmethode ermittelten Unternehmenswert ergeben. Dies erachtet die Kammer als überzeugend, weil bei einer Liquidation der Knürr AG vor allem Kosten für Abfindungen und Sozialpläne sowie Ertragssteuer von dem Liquidationserlös zwingend abzuziehen wären.



- c. Der Substanzwert stellt keine geeignete Grundlage für die Festlegung einer angemessenen Barabfindung im Sinne der §§ 327 a ff. AktG dar und musste deshalb auch nicht gesondert ermittelt werden. Dieser wird definiert als Summe von isoliert bewerteten Vermögensgegenständen abzüglich der Summe von isoliert bewerteten Schulden des zu bewertenden Unternehmens (vgl. Sieben/Maltry in: Peemöller, Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, a.a.O., S. 655; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 1115). Da der Substanzwert als Rekonstruktionswert gilt, weil er die Aufwendungen erfassen soll, die nötig sind, um ein gleiches Unternehmen zu errichten, fehlt ihm der Bezug zu den künftigen finanziellen Überschüssen, weshalb ihm für die Unternehmensbewertung keine Bedeutung zukommen kann (vgl. OLG Celle DB 1979, 1031; LG München I Der Konzern 2010, 188, 194; Beschluss vom 21.11.2011, Az. 5HK O 14093/09; Beschluss vom 14.2.2014, Az. 5HK O 16505/08; Großfeld, Recht der Unternehmensbewertung, a.a.O., Rdn. 1286).
3. Weitere Maßnahmen zur Aufklärung des Sachverhalts waren insbesondere auch unter Berücksichtigung des Amtsermittlungsgrundsatzes des § 12 FGG, der hier aufgrund der Übergangsvorschrift in Art. 111 FGG-RG anwendbar bleibt, nicht veranlasst.
- a. Der Wert der Marke „Knürr“ musste nicht ermittelt werden. Er durfte nämlich nicht als Sonderwert berücksichtigt werden. Die Marke dient nämlich unmittelbar dem Erzielen der Erlöse, weshalb ihr Wert über die Ertragsplanung in die Unternehmensbewertung einfließt und demzufolge nicht im Rahmen des nicht betriebsnotwendigen Vermögens Berücksichtigung finden kann (vgl. LG München I, Beschluss vom 10.12.2010, Az. 5HK O 11403/09; Beschluss vom 21.11.2011, Az. 5HK O 14093/09; Beschluss vom 24.5.2013, Az. 5HK O 17095/11; Beschluss vom 21.6.2013, Az. 5HK O 19183/09; Beschluss vom 6.11.2013, Az. 5HK O 2665/12, S. 62; LG Frankfurt am Main, Beschluss vom 9.8.2010, Az. 3-5 O 73/04).



- b. Der Ansatz von Feuerversicherungswerten bei Immobilien kommt nicht in Betracht, wobei das Vorhandensein nicht betriebsnotwendiger Immobilien ohnehin nicht erkennbar war. Folglich musste dieser Wert auch unter Beachtung des Amtsermittlungsgrundsatzes nicht festgestellt werden. Die Berücksichtigung der Brandversicherungswerte bei der Ermittlung des Unternehmenswertes ist nämlich nicht sachgerecht und konnte folglich unterbleiben. Aus den Werten der Brandversicherung lässt sich keinerlei Rückschluss auf den aktuellen Verkehrswert eines Grundstücks ziehen. Die Brandversicherung deckte – namentlich während der Zeit des Brandversicherungsmonopols – auch den Wiederherstellungswert ebenso ab wie beispielsweise Mietausfallschäden, die mit dem ursprünglichen Herstellungskosten nicht in Zusammenhang stehen. Nach dem Ende des Brandversicherungsmonopols gegen Ende des 20. Jahrhunderts kam es zum Auftreten der (privaten) Versicherungsunternehmen in diesem Markt, die vor allem auch Kombipakete mit Hagel, Sturm, Brand und Leitungswasserschaden angeboten haben. Angesichts des ausgelaufenen Brandversicherungsmonopols kann zu dem hier alleine maßgeblichen Stichtag der Hauptversammlung am 22.6.2006 ein Rückschluss weder auf den Sach- noch den Verkehrswert gezogen werden, weil versicherungsfremde Einflüsse hinzugekommen sind (vgl. LG München I Der Konzern 2010, 188, 193).
- c. Der von einigen Antragstellern beantragten Anordnung auf Vorlage der Planungsrechnung der Gesellschaft sowie der Arbeitsunterlagen der beteiligten Wirtschaftsprüfer von [redacted] sowie der Abfindungsprüfer musste nicht entsprochen werden, weil die Voraussetzungen des § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG nicht erfüllt sind. Nach dieser sehr weit gefassten Vorschrift sind sonstige Unterlagen, die für die Entscheidung des Gerichts erheblich sind, auf Verlangen der Antragsteller oder des Vorsitzenden des Gerichts und gegebenenfalls eines vom Gericht bestellten gemeinsamen Vertreters unverzüglich vorzulegen.



- (1) Zwar gehören auch Planungsunterlagen einer Gesellschaft zu den sonstigen Unterlagen im Sinne dieser Vorschrift (vgl. nur Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., Rdn. 55 zu § 7). Allerdings haben die Antragsteller die Entscheidungserheblichkeit der Vorlage der vollständigen Planungsunterlagen nicht plausibel dargelegt, was indes zwingende Voraussetzung für eine entsprechende Anordnung wäre (so OLG Stuttgart, Beschluss vom 14.10.2010, Az. 20 W 17/06; Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Rdn. 57 zu § 7). Eine derartige Entscheidungserheblichkeit vermag die Kammer nicht zu erkennen. In diesem Zusammenhang ist entscheidend zu berücksichtigen, dass wesentliche Grundlagen der Planung im Prüfungsbericht der gerichtlich bestellten Abfindungsprüfer dargestellt wurden, weshalb dieser eine ausreichende Basis für die Erhebung hinreichend substantiierter Einwendungen bildet.

- (2) Die Antragsgegnerin ist auch nicht verpflichtet, die Arbeitspapiere der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft sowie der Abfindungsprüfer vorzulegen. Einem derartigen Verlangen steht nach h.M. bereits die Regelung in § 51 b Abs. 4 WPO entgegen, weil es keinen durchsetzbaren Anspruch des Auftraggebers – hier also der Antragsgegnerin mit Blick vor allem auf – gegen den Wirtschaftsprüfer auf Herausgabe der Arbeitspapiere gibt (vgl. nur Bungert/Mennicke BB 2003, 2021, 2029; Wasmann/Roßkopf ZIP 2003, 1776, 1780; Winter in: Simon, SpruchG, a.a.O., Rdn. 58 zu § 7; Emmerich in: Emmerich/Habersack, Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., Rdn. 8 zu § 7 SpruchG). Ob dem mit Blick auf § 17 Abs. 1 SpruchG i.V.m. § 12 FGG in jedem Fall zu folgendem sein wird (kritisch zur h.M. Drescher in: Spindler/Stilz, a.a.O., Rdn. 9 zu § 7 SpruchG), kann vorliegend aber dahinstehen. Es fehlt nämlich jedenfalls an der Entscheidungserheblichkeit. Zwar sind die Arbeitspapiere in der Begründung zum Regierungsentwurf des Spruchverfahrensgesetzes (vgl. BT-Drucks. 15/371 S. 15) beispielhaft aufgeführt. Dies bedeutet indes



nicht, dass die Antragsteller verlangen können, ihnen müssten sämtliche Unterlagen in jedem Fall zugänglich gemacht werden, die die Wirtschaftsprüfer verwendet und in ihren Arbeitspapieren festgehalten haben. Der Bericht des Hauptaktionärs wie auch der Bericht des gerichtlich bestellten Prüfers sollen – wie oben unter B. II. 1. e. (2) ausgeführt – neben den allgemein zugänglichen Erkenntnisquellen nur eine Plausibilitätskontrolle ermöglichen. Diese ist durch die Vorlage des Berichts des Hauptaktionärs sowie desjenigen des gerichtlich bestellten Abfindungsprüfers gewährleistet. Zudem fehlt es vorliegend an einem begründeten Vorlageverlangen der Antragsteller, die sich auf einen Anspruch nach § 7 Abs. 7 Satz 1 SpruchG hinsichtlich der Arbeitspapiere berufen. Sie haben nicht hinreichend begründet, warum ihnen nur mit Hilfe der Vorlage der Arbeitspapiere eine hinreichend substantiierte Rüge namentlich in Bezug auf die Planung möglich sein sollen; dies wäre indes erforderlich gewesen (vgl. OLG Karlsruhe AG 2006, 463, 464 = NZG 2006, 670, 671 f.; Puzkajler in: Kölner Kommentar zum AktG, a.a.O., Rdn. 57 zu § 7 SpruchG; Drescher in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., Rdn. 9 zu § 7 SpruchG; Klöcker in: Schmidt/Lutter, AktG, a.a.O., Rdn. 13 zu § 7 SpruchG). Gerade auch unter diesem Gesichtspunkt können – wie oben ausgeführt – keine überspannten Anforderungen an die Substantiierungslast bezüglich einzelner Rügen gestellt werden.

4. Die Entscheidung über die Zinsen hat ihre Grundlage in § 327 b Abs. 2 1. Hs. AktG.
 - a. Die Verzinsung beginnt dabei mit der Bekanntmachung der Eintragung in das Handelsregister, die hier am 15.10.2008 erfolgte. Da die Zinspflicht mit Ablauf des Tages beginnt, an dem die Bekanntmachung vorgenommen wurde (vgl. Singhof in: Spindler/Stilz, AktG, a.a.O., Rdn. 11 zu § 320 b), war die Verzinsung ab dem 16.10.2008 auszusprechen. Eine bereits mit



dem Tag der Hauptversammlung beginnende Verzinsung kann nicht angenommen werden. Die an die Bekanntmachung der Eintragung anknüpfende gesetzliche Regelung entspricht verfassungsrechtlichen Vorgaben (vgl. BVerfG NJW 2007, 3268, 3271 = NZG 2007, 587, 589 f. = AG 2007, 544, 546 = ZIP 2007, 1261, 1263 = WM 2007, 1329, 1331 = DB 2007, 1577, 1579 = BB 2007, 1515, 1517; OLG Stuttgart ZIP 2006, 27, 30 = AG 2006, 340, 343 = WM 2006, 292, 296; Hüffer, AktG, a.a.O., Rdn. 26 zu § 305). Dabei durfte insbesondere berücksichtigt werden, dass die Aktionärsstellung und damit der Verlust des durch Art. 14 Abs. 1 GG geschützten Aktieneigentums erst mit der Eintragung des Beschlusses in das Handelsregister eintritt, nicht aber bereits im Zeitpunkt des Beschlusses der Hauptversammlung.

- b. Hinsichtlich der Höhe des Zinssatzes bleibt es für die Zeit vor dem Inkrafttreten des ARUG aufgrund der Regelung in Art. 2 § 20 des Gesetzes zur Änderung des Einführungsgesetzes zum Aktiengesetz bei dem bisherigen Zinssatz von 2 Prozentpunkten über dem Basiszinssatz. Ab dem Inkrafttreten des Gesetzes zur Umsetzung der Aktionärsrechterichtlinie gilt der Zinssatz von 5 Prozentpunkten über dem jeweiligen Basiszinssatz (vgl. Paulsen in: Münchener Kommentar zum AktG, a.a.O., Rdn. 146 zu § 305).

II.

1. a. Die Entscheidung über die Gerichtskosten hat ihre Grundlage in § 15 Abs. 2 Satz 1 SpruchG. Für eine hiervon abweichende Regelung auf der Basis von § 15 Abs. 2 Satz 2 SpruchG besteht kein Anlass, nachdem es infolge der Anträge zu einer Erhöhung der angemessenen Barabfindung kam.



- b. Bezüglich der außergerichtlichen Kosten findet die Entscheidung ihre Rechtsgrundlage in § 15 Abs. 4 SpruchG. Demnach ordnet das Gericht an, dass die Kosten der Antragsteller, die zur zweckentsprechenden Erledigung der Angelegenheit notwendig waren, ganz oder zum Teil vom Antragsgegner zu erstatten sind, wenn dies unter Berücksichtigung des Ausgangs des Verfahrens der Billigkeit entspricht. Wenn es – wie hier – zu einer Erhöhung der maßgeblichen Kompensationsleistung in Bezug auf die Vorzugsaktien von rund 52,4 % kommt, ist eine Kostenaufteilung keinesfalls gerechtfertigt. Auch bei den Stammaktien kam es zu einer – wenn auch geringfügigen – Erhöhung um rund 2,25 %, weshalb auch in dieser Situation eine Aufteilung der außergerichtlichen Kosten nicht sachgerecht ist. Da Informationsmängel hinsichtlich der Angemessenheit der Kompensation ebenso wenig wie die Rüge der fehlenden Angemessenheit eine erfolgreiche Anfechtungsklage begründen können, was sich bezüglich Informationsmängeln nunmehr aus § 243 Abs. 4 Satz 2 AktG ergibt, indes schon vor Inkrafttreten des Gesetzes zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechtes am 1.11.2005 auch für den Squeeze out von der h.M. vertreten wurde, stellt sich die Kostenbelastung der Antragsteller bei Anträgen, die sogar zu einer Erhöhung der Barabfindung führen – unabhängig von prozentualen Werten im Einzelnen –, als dazu angetan dar, Aktionäre von ihrem Rechtsschutz abzuhalten, wenn sie selbst bei einem erfolgreichen Ausgang des Spruchverfahrens einen Teil ihrer außergerichtlichen Kosten selbst tragen müssten (so ausdrücklich Emmerich in: Emmerich/Habersack; Aktien- und GmbH-Konzernrecht, a.a.O., Rdn. 20 f. zu § 15 SpruchG).
2. Die Entscheidung über den Geschäftswert ergibt sich aus § 15 Abs. 1 Satz 2 1. Hs SpruchG. Der Erhöhungsbetrag beläuft sich bei den 19.456 betroffenen Vorzugsaktien auf € 28,84 je Aktie und bei 2.777 außenstehenden Stammaktien auf € 1,84 je Aktie. Dies ergibt einen Gesamtbetrag von € 566.220,72 als Summe aus € 561,111,04 und € 5.109,68. Dieser Gesamtwert bildet aufgrund



von § 6 Abs. 2 Satz 3 SpruchG auch die Grundlage für die von der Antragsgegnerin aufgrund von § 6 Abs. 2 Satz 2 SpruchG geschuldeten Vergütung des gemeinsamen Vertreters.